

Trabajo Fin de Grado

La responsabilidad de las agencias de
calificación crediticia

Autor/es

Isabel Latorre Delgado

Director/es

Esther Hernández Sainz

Facultad de Derecho / Universidad de Zaragoza
2014

ÍNDICE

ABREVIATURAS	5
 I. INTRODUCCIÓN	
1. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DE ESTUDIO: LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA	6
2. METODOLOGÍA	9
 II. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: CONCEPTO, REGULACIÓN Y CLASES	
1. ORÍGENES Y EVOLUCIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA	11
1.1. Orígenes y Evolución	11
1.2. Evolución reciente y situación actual	14
2. REGULACIÓN	19
2.1. Antecedentes de la regulación europea	19
2.2. Regulación comunitaria	19
2.3. Regulación en España	23
3. CONCEPTO Y CLASES DE AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA	25
3.1 Caracterización de las agencias de calificación crediticia	25
3.2. Distinción de figuras afines	26
3.3. Clases	27

III. LA ACTIVIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. DESCRIPCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: NOCIÓN DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA	28
2. RELACIONES CONTRAIDAS CON TERCEROS	29
2.1. Emisores	29
2.2. Inversores	30
2.3. Intermediarios financieros	31
3. OBLIGACIONES EXIGIBLES A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN	32
3.1. Fuente de las obligaciones exigibles a las agencias de calificación	32
A) Obligaciones legales	33
a) Derecho comunitario	33
b) Derecho nacional	36
c) Obligaciones exigibles en otro ordenamientos, en especial en EE.UU y Australia	38
B) Obligaciones contractuales	40
3.2. Naturaleza de las obligaciones exigibles a las agencias de calificación ..	42

IV. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. RESPONSABILIDAD CIVIL	43
1.1. Requisitos para el nacimiento de la responsabilidad civil	45
A) Acción u omisión dolosa o culposa	45

B) Daño patrimonial	46
C) Relación de causalidad	46
1.2. Cláusulas de exoneración de la responsabilidad predispuestas por las agencias de calificación crediticia	48
A) Cláusulas que delimitan el alcance de las calificaciones crediticias	49
B) Cláusulas que excluyen ciertas obligaciones	49
C) Límites de su validez	50
2. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA	51
2.1. Responsabilidad administrativa por infracción de su estatuto jurídico ..	51
2.2. Responsabilidad administrativa por infracción de las normas de conducta en el mercado de instrumentos financieros	52
3. RESPONSABILIDAD PENAL	57
V. CONCLUSIONES	58
BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES	62

ABREVIATURAS

ACC	Agencia de calificación crediticia
ACCs	Agencias de Calificación Crediticia
Art.	Artículo
ASIC	Australian Securities and Investment Commission
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ECAI	External Credit Assessment Institutions, (Instituciones Externas de Evaluación del Crédito o Agencias de Calificación Externa)
ESMA	European Securities and Markets Authority, (Autoridad Europea de Valores y Mercados)
IOSCO	International Organization of Securities Commissions, (Organización Internacional de Comisiones de Valores)
LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
NSRSO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization, (Entidad de Calificación Crediticia Estadística Reconocida Nacionalmente)
p.	página
pp.	páginas
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDMV	Revista de Derecho del Mercado de Valores
SEC	Securities and Exchange Commission

I. INTRODUCCIÓN

1. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DE ESTUDIO: LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE CRÉDITO.

Las agencias de calificación crediticia han sido en los últimos años unas de las protagonistas de la actualidad de los mercados financieros internacionales, debido a la pérdida de credibilidad que han padecido. Gran parte de los informes públicos y privados¹ que han analizado la crisis financiera global que padecemos han coincidido en identificarlas como uno de sus principales culpables o, al menos, de su propagación a través de los mercados financieros mundiales, ya que, antes del estallido de la crisis, otorgaron las máximas calificaciones a emisores e instrumentos financieros de dudosa solvencia que posteriormente acabaron quebrando y después, no corrigieron aquellas calificaciones para adaptarlas al deterioro de la solvencia de los emisores e instrumentos calificados². Sin embargo, los inversores, prestatarios, emisores y administraciones públicas continúan hoy utilizando las calificaciones crediticias otorgadas por las agencias de calificación como uno de los elementos para adoptar decisiones fundadas en los ámbitos de inversión y financiación.

Pese a la adopción en 2009 y 2010 de legislación europea sobre las agencias de calificación crediticia³, lo acaecido recientemente en el contexto de la crisis de la deuda en la zona del euro ha puesto de manifiesto que nuestro marco regulador en vigor debe

¹ Véase BANCO CENTRAL EUROPEO, «Agencias de Calificación Crediticia: Evolución y Cuestiones de Política», en *Boletín Mensual BCE*, mayo 2009, pp. 119 y ss. En ese mismo sentido, COMISION EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia. Resumen de la evaluación de impacto*, (COM, 2008, 704 final), (SEC 2008, 2745), 12 noviembre 2008, pp. 2 y ss.

² Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia, Agencias de Rating*, Aranzadi, Pamplona, 2010, pp. 38 a 48.

³ Nos referimos al Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia, véase DOUE L n° 302, de 17 de noviembre de 2009, págs. 1 a 31, y al Reglamento (UE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión, véase DOUE L n° 331, de 15 de diciembre de 2010, págs. 84 a 119. Y finalmente, el Reglamento (UE) n° 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de mayo de 2011 por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia, véase DOUE L n° 145, de 31 de mayo de 2011, págs. 30 a 56.

ser reforzado⁴. En consecuencia, la Comisión presentó propuestas destinadas a endurecer la regulación y a corregir las deficiencias pendientes⁵, tales como la dependencia excesiva con respecto a las calificaciones crediticias y el riesgo de conflictos de intereses derivados del modelo de retribución de las agencias.

La nueva normativa europea entró en vigor el 20 de junio de 2013, estando constituida por la Directiva 2013/14/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013⁶, y el Reglamento (UE) n° 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013⁷. Esta legislación obliga a las agencias de calificación crediticia a ser más transparentes y responsables al calificar y pretende contribuir a incrementar la competencia en el sector de la calificación, actualmente dominado por unos pocos operadores del mercado, así como a reducir la dependencia excesiva de las calificaciones de los participantes en el mercado financiero. El endurecimiento de las reglas de funcionamiento aplicables a las agencias pretende evitar un mal uso de los ratings y restaurar la estabilidad financiera y la confianza en las instituciones financieras, lo que contribuirá a evitar crisis futuras.

El presente estudio hace referencia al tránsito de una situación de cierta impunidad de las agencias de calificación crediticia a una nueva posición de responsabilidad y ello porque, en atención a la evolución funcional de las agencias de calificación crediticia, quienes en sus orígenes proveían información que generaba confianza, se han convertido en objeto de las políticas reguladoras. De este modo, se pone de manifiesto de una forma evidente el poder que tienen las agencias de calificación crediticia en los mercados financieros en general y en el mercado de valores en particular, puesto que el contexto actual está condicionado por la óptica de la evaluación del riesgo y los efectos que las calificaciones despliegan en multiplicidad de ámbitos.

⁴ Para una descripción detallada de esta problemática en nuestro país, véase SÁNCHEZ- ANDRADE FERNÁNDEZ, M.J, «Los rating de la deuda pública española», en *RDBB*, n° 129, enero- marzo 2013, pp. 228 y ss.

⁵ COMISION EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia*, (COM, 2011, 747 final), 15 noviembre 2011.

⁶ DOUE L n° 145, de 31 de mayo de 2013, págs. 1 a 3.

⁷ DOUE L n° 146, de 31 de mayo de 2013, págs. 1 a 33.

Sin embargo, puede pensarse que las agencias de calificación crediticia debieran estar sometidas a un régimen de responsabilidad que se correspondiera al menos con el poder real que ostentan en los mercados financieros, dado que existe una cierta percepción de la impunidad con que han actuado tanto las agencias de calificación crediticia como sus directivos y analistas, basadas en la calificación de los rating como meras opiniones, lo que ha permitido ir construyendo un área de impermeabilidad en torno a ellos. Resulta contradictorio que tal inmunidad vaya acompañada de la adquisición de protagonismo por las agencias de calificación crediticias en los últimos años, ante el cuestionamiento de los factores clave de su reputación, es decir, de su independencia, neutralidad, transparencia y calidad técnica, así como de su participación tanto en las crisis financieras localizadas previas al verano de 2007, como en la crisis financiera global que vivimos desde entonces. Todo ello pone de manifiesto que es oportuno analizar el régimen jurídico de responsabilidad que ha de resultar de aplicación a las agencias de calificación crediticia en la realización de sus funciones, en el marco de recuperar la seguridad necesaria para que la información suministrada por las agencias de calificación crediticia despliegue sus efectos y justifique así la confianza que en ellas han depositado quienes las han convertido en instrumento de sus políticas económicas. Asimismo, se pretende exigir la aplicación de una normativa ya existente, en aras de prevenir comportamientos ilícitos, y como forma de procurar una medida defensiva que permita la reintegración de la pérdida patrimonial sufrida al sujeto perjudicado por la inadecuada prestación de sus servicios en el marco de su actividad de calificación.

En conclusión, el presente trabajo se ocupa de analizar el régimen de responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia no solo a nivel interno, sino también a nivel comunitario e incluso global, porque la actividad típica de estas entidades se desarrolla de forma eminentemente transfronteriza. Por ello incluimos referencias tanto a la regulación “blanda” (*soft law*) establecida a nivel mundial, a través del Código de Conducta elaborado por la IOSCO, como a la regulación imperativa comunitaria y nacional con referencias también a la regulación en EEUU. Considero que es de utilidad conocer un aspecto decisivo de los mercados financieros que asoma continuamente en la prensa general y económica, siendo de interés tanto para los operadores en los mercados financieros y personas que estudian dichos mercados, como para el público en general. De este modo, se estudian tres partes bien

diferenciadas dirigidas a la concreción de los elementos esenciales que permitan establecer el sistema jurídico de responsabilidad en torno a éstas. Así se analiza, en primer lugar, el concepto, regulación y clases de agencias; en segundo lugar, la actividad calificadora; y por último, la responsabilidad en la que incurren las agencias de calificación crediticia.

2. METODOLOGÍA

El estudio de cualquier institución o figura jurídica conlleva la adopción de una postura respecto al método o métodos que van a ser utilizados, manifestando así la concepción del Derecho como Ciencia y como sistema. En el análisis del Derecho positivo que regula la responsabilidad de las agencias de calificación crediticia, hemos sostenido una actitud abierta al pluralismo metodológico, ya que, las diversas orientaciones ofrecidas al jurista no pueden alcanzar individualmente las aspiraciones que un trabajo jurídico-científico ostenta. Por ello, considerando las particularidades de nuestra investigación, hemos combinado los distintos métodos para conseguir una mejor comprensión de la norma y sus relaciones con la realidad.

Nuestra investigación parte de una observación atenta de la realidad, ya que el Derecho como Ciencia social impone el examen de los comportamientos en su entorno. Dicho análisis, nos ha permitido descubrir la incidencia real del comportamiento indebido de las agencias de calificación crediticia, las formas que reviste, así como el alcance de su represión y sanción. Para lo cual nos hemos servido de tres fuentes principales: la documentación producida por las autoridades de control y supervisión y las informaciones periodísticas aparecidas en las últimas décadas que cuestionaban ciertas prácticas de las agencias de calificación crediticia; las decisiones sancionadoras, los informes anuales, los boletines mensuales, las recomendaciones, y otras publicaciones de índole diversa respaldadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)⁸, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁹ y por

⁸ La ESMA es una entidad con personalidad jurídica propia cuya misión es contribuir al establecimiento de normas y prácticas reguladoras y de supervisión, analizar y supervisar el mercado en su ámbito de competencia y favorecer la protección de los inversores. Para alcanzar estos objetivos, dicha entidad desempeña un papel impulsor, que consiste fundamentalmente en elaborar proyectos de normas técnicas de regulación y de ejecución, emitir directrices y recomendaciones, y facilitar una base de datos, con acceso centralizado, de las entidades financieras del ámbito de su competencia. Analizando este aspecto véase GARCÍA ALCUBILLA, R., «La supervisión de las agencias de rating en Europa», en *RDBB*, n° 129, enero- marzo 2013, pp. 219 y ss.

otros entes extranjeros homólogos¹⁰; y los supuestos de hecho de las decisiones sancionadoras, tanto nacionales como extranjeras, nos han proporcionado un caudal inestimable de información.

Sin embargo, no debemos olvidar que la ciencia jurídica no se ocupa del estudio de los comportamientos en sí mismos, sino de las reglas de comportamiento. La finalidad de nuestro trabajo es el conocimiento del Derecho positivo vigente y las reglas de conducta que impone a las agencias de calificación crediticia, por tanto, los concretos preceptos legales y reglamentarios sobre responsabilidad de las mencionadas entidades constituyen los materiales sobre los que hemos trabajado para llegar a conocer las normas de conducta que están obligadas a respetar. Asimismo, y dado que se trata de una materia objeto de armonización por la Unión Europea, el estudio se ha hecho conjuntamente con el de las normas comunitarias. Esta monografía quiere contribuir a la ciencia jurídica, así como facilitar a la comunidad financiera el cumplimiento de la normativa que prohíbe comportamientos indebidos por parte de las agencias calificadoras, y allanar el camino a los aplicadores coactivos de la misma: la ESMA, la CNMV y los Tribunales.

El estudio de las normas que prohíben y sancionan el comportamiento indebido de las agencias de calificación crediticia debe abordarse desde una perspectiva interdisciplinar, debido al carácter heterogéneo del Derecho del Mercado de Valores en el que se insertan¹¹. De este modo, el cumplimiento de la normativa está garantizado por: el Derecho Administrativo sancionador, lo que nos obliga a tomar en consideración en nuestro análisis los parámetros del Derecho público; el Derecho Civil e incluso por el Derecho Penal. Por otro lado, la prohibición también tiene incidencia en los aspectos

⁹ La CNMV es una entidad de Derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad de obrar, cuya misión es velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para alcanzar estos fines. Para ello tiene atribuidos importantes poderes y facultades de inspección, supervisión, sanción, registro e incluso tiene potestad para dictar normas jurídicas obligatorias: las circulares.

¹⁰ En particular se ha atendido a la documentación elaborada por la *Securities Exchange Commission* (SEC) norteamericana, y la *Australian Securities and Investment Commission* (ASIC).

¹¹ El Derecho del mercado de valores es una categoría jurídica en la que se funden elementos del Derecho privado y en especial del Derecho mercantil contractual, con figuras e instituciones provenientes del Derecho administrativo económico y cuyo cumplimiento está garantizado por la intervención del Derecho administrativo sancionador e incluso del Derecho penal; lo que obliga al investigador a adoptar una perspectiva interdisciplinar. La doctrina coincide en señalar que no es posible el estudio separado de las normas de Derecho privado y de Derecho público que componen el Derecho del mercado de valores, puesto que están indisolublemente unidas. Véase TAPIA HERMIDA, A. J., *Derecho del Mercado de Valores*, 2ª ed., Cálamo, Barcelona, 2003, pp. 16-17.

negociales de la contratación en los mercados de valores, y en el gobierno interno de las agencias, cuestiones éstas que entroncan con el Derecho Mercantil.

La interdisciplinariedad alcanza incluso a ciencias ajenas al Derecho, concretamente a la Economía, y ello porque uno de los principios rectores de la normativa del mercado de valores es la eficiencia, concepto de índole económico-financiera. Por lo tanto, ya que los condicionantes económicos son relevantes en el quehacer jurídico debemos tener en cuenta esta aproximación en nuestro trabajo, pues de lo contrario formularemos hipótesis jurídicas alejadas de la realidad. No obstante, la atención a los postulados económicos no implica una acogida irreflexiva del análisis económico del Derecho como método de trabajo, porque ello ofrece una visión reduccionista y desnaturalizada del Derecho.

Finalmente, en el análisis de la responsabilidad de las agencias de calificación crediticia resulta esencial la utilización del Derecho comparado, como herramienta que aporta "experiencia jurídica". En la actualidad, el método comparatístico tiene como objetivo la comparación de las normas de comportamiento establecidas en los distintos sistemas jurídicos, para descubrir en qué coinciden y en qué divergen, lo que nos permite extraer conclusiones en atención a conocer mejor nuestro propio Derecho y formular propuestas para su reforma.

II. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: CONCEPTO, REGULACIÓN Y CLASES

1. ORÍGENES Y EVOLUCIÓN DE LAS ACCs

1.1. Orígenes y Evolución

Los precursores de las actuales agencias de calificación crediticia eran empresas mercantiles sectoriales que contaban con datos sobre la solvencia de sus clientes, y comercializaban a terceros esa información comercial y financiera. El éxito de esta primera experiencia fue tal que, al avanzar el siglo XIX y evidenciarse la importancia de contar con intermediarios especializados en la obtención de informaciones sobre crédito de los agentes en el mercado, aparecieron en EE.UU las primeras empresas dedicadas a la venta de información financiera, creando un nuevo servicio de recogida y gestión de información sobre capacidad crediticia, reputación y solvencia de entidades e

individuos, con el objetivo de proteger mejor a los inversores frente a las evoluciones del mercado¹².

En este contexto, varias empresas americanas clasificaban deuda a los efectos de orientar las inversiones y facilitar la adopción de decisiones por parte de los inversores. Sin embargo, todo ese cúmulo de información que ofrecían los manuales estadísticos, exigía una revisión concienzuda y especializada, dado que los cálculos que sustentaban sus tareas y las evaluaciones ofrecidas eran complejos, lo que les restaba poder de difusión. Este vacío en el mercado fue identificado por John Moody, quien, en los primeros años del siglo XX creó una agencia especializada en la calificación crediticia, sintetizando la información económica bajo la forma de una calificación general con la novedosa idea de ofrecer el análisis del riesgo de los valores, comenzando por los bonos emitidos por las compañías de ferrocarriles, para extenderse paulatinamente a todo tipo de empresas industriales, e incluso llegando a calificar los bonos emitidos por los municipios, para finalmente alcanzar la totalidad del mercado de bonos estadounidense¹³.

Rápidamente, otras empresas editoriales tomaron posiciones en el sector, al descubrir su ventaja comparativa para competir. De este modo, *Poor's Publishing Company* calificó acciones y obligaciones en 1916, *Standard Statistics Company* creó un departamento especializado en la calificación¹⁴ en 1922 y *Fitch Publishing Company* elaboró sus primeras calificaciones¹⁵ en 1924. Debido a su contribución a la superación de las limitaciones de comunicación, esta actividad de calificación se desarrolló fácilmente en el mercado financiero americano. Progresivamente, las publicaciones de las empresas calificadoras adquirieron regularidad, pero la información aún era

¹² Véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de Rating)*, Aranzadi, Pamplona, 2013, pp. 55 a 56. Sobre la evolución expuesta, véase SOUSMATZIAN VENTURA, E., «El rating: la calificación de las empresas especializadas en los mercados financieros», en *RDBB*, n° 68, 1997, pp. 1193 a 1197.

¹³ Véase la página web de Moody's en su apartado «Moody's History». Accesible en <https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx> (fecha del último acceso 24 de abril de 2014).

¹⁴ Véase la página web de Standard & Poor's, en su apartado «A History of Standard & Poor's». Accesible en <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/> (fecha del último acceso 24 de abril de 2014)

¹⁵ Véase la página web de Fitch, en su apartado «About us». Accesible en <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp> (fecha del último acceso 24 de abril de 2014)

incompleta, se publicaba con retardo y la comparación entre las diferentes calificaciones era difícil debido a su heterogeneidad¹⁶.

Otro aspecto que constituyó un incentivo para la consolidación de esta actividad fue la aparición de un conjunto de regulaciones financieras tras la gran depresión de 1930, que distinguieron entre obligaciones de calidad y obligaciones especulativas, en tanto que la necesidad de dotar provisiones de cara a prevenir dificultades en el posterior pago, se hacía depender de la nota que obtuviese la obligación. Asimismo, los bancos demandaban información para elaborar su política de inversión, los inversores institucionales requerían el uso de las calificaciones a corto plazo en cumplimiento de la regulación, y los inversores mostraban interés a efectos de seleccionar su cartera. Finalmente, el papel de las empresas calificadoras en el mercado se institucionalizó gracias a la contribución sustancial que implicó el surgimiento del mercado secundario como una salida a la caída de la demanda potencial de inversiones especulativas o bonos basura que actuó como un incentivo de la inversión, al ofrecer la posibilidad de revender dichos títulos y a su vez facilitar información continua de su valoración por parte del mercado, como formas de disminuir el riesgo.

En la década de los 60, un incidente importante en el mercado norteamericano favoreció nuevamente a las empresas calificadoras, cuando la primera empresa de transporte del país, *Penn Central Transportation Company*, quebró con una emisión a su cargo de 80 millones de dólares en obligaciones a corto plazo, lo que tuvo un fuerte impacto en el mercado, y generó un gran escepticismo, dando lugar a que la *Securities Exchange Commission* (SEC) iniciara una investigación sobre las causas de tal quiebra, llegando a la conclusión de que era necesario informar mejor de los riesgos a los inversores, por lo que dictó nuevas reglas de publicidad para los emisores de obligaciones a corto plazo, asumiendo ese mercado *Moody's, Standars & Poor's* y *Fitch*.

A partir de los años 80, diversos factores contribuyeron a reforzar el papel de las empresas calificadoras en los mercados financieros. En primer lugar, el surgimiento del mercado de los eurobonos; en segundo lugar, la difusión masiva de los bonos basura u obligaciones de alto rendimiento y riesgo, con soporte en el mercado secundario para asegurar una cierta liquidez, disminuir el riesgo de los inversores y crear una demanda

¹⁶ Véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, cit., pp. 57 a 60.

sostenida en el mercado; en tercer lugar, el surgimiento del fenómeno de la titulización y finalmente, la progresiva liberalización de los mercados financieros que dio lugar a la participación masiva de nuevos emisores extranjeros y motivó que las empresas calificadoras abrieran oficinas de representación en los principales centros financieros.

En los años 90 con la llegada de la globalización de los mercados, el surgimiento de los mercados emergentes y el proceso generalizado de privatizaciones, la presencia de las empresas calificadoras se amplió a casi todos los países del mundo.

1.2. Evolución reciente y situación actual

Desde los orígenes de la actividad de calificación crediticia, a principios del pasado siglo XX, y en particular, durante estos últimos años que han dado inicio a un siglo XXI financieramente convulso, los reguladores, emisores e inversores vienen otorgando una importancia creciente a las calificaciones crediticias de los valores y de los restantes instrumentos financieros¹⁷. De ahí que el uso de las calificaciones haya experimentado un proceso expansivo tanto en sentido objetivo, porque el número creciente de emisores y creadores de instrumentos financieros y el acceso al mercado de nuevos valores e instrumentos financieros cada vez más complejos demandan nuevas calificaciones de los riesgos que comportan; como, en sentido geográfico, porque el desarrollo de nuevos mercados conlleva la extensión de las labores de calificación, siendo tal expansión uno de los síntomas de madurez de los mercados¹⁸.

Sin embargo, los mercados financieros internacionales se han visto sacudidos por escándalos financieros que se han expandido desde los EE.UU (casos ENRON¹⁹, WORLDCOM, XEROX, TYCO o BRYSTOL MYERS) hacia Europa o que se han originado directamente en el viejo continente (caso PARMALAT), y que tienen como

¹⁷ Véase SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, 24 Enero 2003, p. 4.

¹⁸ Véase TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 37 a 38.

¹⁹ La crisis de ENRON constituye el ejemplo paradigmático de ineficiencia en la actuación de las ACCs en las crisis financieras de los primeros años del siglo XXI porque a pesar de que comenzaron a reducir la calificación de la deuda de aquella corporación desde que se empezó a conocer el deterioro de sus estados financieros a mediados del año 2001, cuatro días antes de la declaración de quiebra, las ACCs calificaban la deuda de Enron con un BBB, que es un grado de calificación intermedio, muy alejado de la realidad de la compañía cuya deuda merecía en realidad la calificación de bono basura. A este respecto, resultan elocuente el análisis exhaustivo de HILL, C.A., «Regulating the Rating Agencies», en *Washington University Law Quarterly* n° 43, 2004, pp. 43 y ss. Accesible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=452022 (fecha del último acceso 24 de abril de 2014).

característica común la utilización de mecanismos de ocultación y distorsión de la información²⁰, en ocasiones sencillos y previsibles, pero posibles por la falta de transparencia. Todo ello afectó a las agencias de calificación crediticia, cuyo papel fue criticado con gran dureza por las autoridades bursátiles de los Estados implicados, aunque interesa recordar que ya se habían formulado críticas con anterioridad por organismos internacionales con ocasión de su actuación en la calificación de los riesgos financieros de los países emergentes²¹.

A raíz de la crisis de credibilidad descrita, desde 2002, se inició un proceso de revisión de la regulación de las agencias de calificación crediticia en los EE.UU.²² por parte de la SEC, que se extendió a la Unión europea y a otros países gracias a la labor de la IOSCO.

Respecto a la crisis financiera global que se inició en el verano de 2007, existe un consenso generalizado sobre la responsabilidad que han tenido las agencias de calificación crediticia, porque han contribuido a reducir la percepción del riesgo que implicaban algunos productos financieros estructurados al equiparar su calificación crediticia a la de las obligaciones y bonos emitidos por Estados o sociedades. Las deficiencias en las calificaciones traen su causa en una metodología opaca y errónea aplicada por las agencias, sin datos históricos suficientes sobre el comportamiento del

²⁰ Actuaciones negligentes referidas a conductas tales como no requerir información suficiente para realizar las calificaciones, aceptar pasivamente la información de los directivos de la compañía, ignorar las señales de alarma, no prestar la atención suficiente a la salud financiera a largo plazo o no investigar las estructuras financieras complejas. En este sentido, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, 24 Enero 2003, pp. 18 y 36.

²¹ Efectivamente, la Comisión de la Inversión, la Tecnología y las Cuestiones Financieras Conexas, de la Junta de Comercio y Desarrollo de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, en la Nota de la Secretaría de la UNCTAD sobre las cuestiones que debían examinarse en la Reunión de Expertos celebrada en Ginebra del 27 al 29 de mayo de 1998, sobre «El crecimiento de los mercados nacionales de capital, sobre todo en los países en desarrollo, y su relación con las inversiones de cartera extranjeras» calificaba el papel de las agencias de calificación de valores de ambiguo porque «la información transmitida por estas agencias tiene una importancia determinante en el acceso de los países de mercados emergentes a los mercados internacionales de capitales. No obstante, las experiencias recientes, en particular, durante la crisis de Asia oriental, han demostrado que estas agencias no pudieron prever la crisis y posteriormente ayudaron a agravarla al proceder a reclasificar apresuradamente a algunos países. Quizá sea necesario que las agencias de calificación de valores mantengan un diálogo franco con los países prestatarios para garantizar la exactitud de la información difundida»

²² En los EE.UU el escándalo ENRON influyó en la promulgación de la Sarbanes – Oxley Act de 2002 cuyo objetivo fundamental consistió en proteger a los inversores mediante la mejora de la exactitud y fiabilidad de las obligaciones de información y publicidad de los emisores.

mercado de hipotecas infra-garantizadas²³, sobre la correlación entre la falta de garantías y los impagos, etc... Otro punto crítico es la concurrencia de situaciones susceptibles de generar conflictos de interés en la actuación de las agencias de calificación crediticia, dado que son los propios emisores de deuda los que pagan sus honorarios. Del mismo modo, se generan otras situaciones de dependencia que afectaban a la imparcialidad de la evaluación, siendo frecuente que las agencias de calificación crediticia prestasen servicios accesorios a los emisores de deuda, tales como servicios de consultoría o estudios previos a la emisión de deuda, con lo que su dependencia económica respecto de éstos se hizo mayor.

A los problemas ya referidos se añade la situación de oligopolio en el mercado internacional, dado que la industria de la calificación crediticia está dominada a nivel mundial por dos agencias: *Moody's Investor Service* (Moody's) y *Standard and Poor's Rating* (S&P), que entre ambas acaparan el 77% de los ingresos que genera la industria, de las restantes, sólo *Fitch IBCA* (Fitch) tiene una presencia global, manteniendo una cuota del 15%. En cada país, la lista de competidores se completa²⁴, bien con agencias que desempeñan su labor sólo allí, bien con agencias especializadas en un tipo de emisiones, pero, en cualquier caso, la cuota de mercado de estas agencias es muy pequeña. Así pues, el mercado de calificación de riesgos se viene a caracterizar por un alto grado de concentración²⁵.

Esta estructura oligopolística del mercado viene determinada por factores económico-empresariales propios de su actividad, basada en el capital reputacional, por un modelo regulatorio que ha impuesto elevadas barreras de entrada que exigen una previa acreditación o registro de las entidades autorizadas para ciertas actividades con fundamento en su previa notoriedad y por otros factores propios de la actividad calificadora, como la elevada dispersión de la demanda y la escasa cuantía de las transacciones. Todo ello, limita las posibilidades de competencia efectiva en el sector e impide los efectos beneficiosos que tendría, directamente sobre los usuarios de aquellas

²³ En torno al papel que jugaron las hipotecas subprime en la actual crisis financiera, véase LOSADA LÓPEZ, R., «Agencias de rating: hacia una nueva regulación», en *CNMV*, Monografía nº 34, enero 2009, pp. 19 y ss.

²⁴ Por ejemplo, respecto de dos mercados significativos podemos citar a *Japan Credit Rating* y a *India Credit Rating Agency*. En España, desde el 1 de octubre de 2012, *Axesor* es la primera agencia de calificación crediticia, a nivel nacional reconocida por la Autoridad Europea de Valores y Mercado.

²⁵ Véase ALBA FERNÁNDEZ, M., « Las agencias de rating como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», en *RDDDB*, nº 120, octubre- diciembre 2010, pp. 141y ss.

calificaciones, en forma de ubicación de las tarifas de comisiones de calificación en su punto óptimo, e indirectamente sobre el mercado de valores en general en forma de lucha por la excelencia de las calificaciones entre las agencias²⁶.

Este poder de mercado que disfrutaban las principales agencias de calificación crediticia ha permitido el desarrollo de ciertas prácticas empresariales que algunos autores han calificado de anticompetitivas²⁷ con grave riesgo de distorsionar el mercado, ya que se les acusa de recurrir al denominado *notching punitivo*²⁸ a través de la “venta en lotes”²⁹, así como mediante las “strong-arm tactics”³⁰.

También ha sido objeto de críticas la práctica de emitir calificaciones crediticias no solicitadas y generalmente poco favorables para el emisor o la entidad calificada, como instrumento de presión para forzar la solicitud de una calificación que a cambio del correspondiente pago acordado debería mejorar la evaluación crediticia del cliente³¹.

Asimismo, cabe señalar que si en el pasado la insolvencia de algunos emisores fue prueba evidente de que las calificaciones benevolentes eran inadecuadas, y ello ha sucedido tanto antes de la crisis global de 2007, en el caso Enron, como después, en el caso Lehman Brothers, es necesario advertir que ahora, las rebajas de las calificaciones de la solvencia de determinados Estados comunitarios y de su deuda pública están

²⁶ El Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la Unión Europea publicado en Bruselas el 25 de febrero de 2009, señaló que la estabilidad y eficiencia financiera de los mercados financieros internacionales no podían depender de un reducido número de agencias, cuyas calificaciones se han revelado con demasiada frecuencia erróneas, pecando de un optimismo crediticio que no ha calibrado los riesgos que se han convertido en siniestros. En este sentido véase TAPIA HERMIDA, A. J., «El Informe Larosièrre de febrero de 2009 sobre la crisis financiera», en *RDBB*, n° 114, abril- junio 2009, pp. 282 y ss.

²⁷ Analizando estas prácticas, véase LOSADA LÓPEZ, R., «Agencias de rating...», *cit.*, pp. 30 y ss.

²⁸ Es aquella práctica consistente en ajustar automáticamente a la baja los ratings de los bonos de financiaciones estructuradas que se usan como activo de una nueva estructura como castigo por el hecho de que no han sido agencias calificadoras de la nueva estructura. Esta práctica sancionatoria que penaliza la emisión, fuerza a los emisores a concentrar la calificación crediticia en la misma ACC para reforzar el poder de mercado.

²⁹ Consiste en condicionar la venta de un producto o servicio a la compra de otro, de modo que las ACCs se negaban a calificar una emisión si el emisor no se comprometía a contratar sus servicios para futuras emisiones o en relación con los productos estructurados, vinculaban su servicio de calificación a una previa prestación de servicios de asesoramiento.

³⁰ Son prácticas abusivas de posición dominante en las que se induce a un emisor al pago de una calificación no solicitada mediante el envío de facturas por tales calificaciones o tarifas de comisiones.

³¹ Advirtiendo tal práctica irregular *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M., «Las agencias de rating como terceros de confianza...», *cit.*, p. 161.

produciendo reacciones defensivas de la Eurozona³², del Banco Central Europeo³³, el encarecimiento de los tipos de interés que deben de ofrecer aquellos Estados, así como descensos súbitos y violentos de las cotizaciones en las bolsas de valores respectivas³⁴.

Esta situación pone de manifiesto un modelo que muestra una alta vulnerabilidad a los conflictos de intereses³⁵, lo que está llevando a la formulación en torno a las agencias de calificación crediticias de propuestas de reforma estructural como la creación con fondos públicos de una agencia de calificación de crédito independiente, la contratación por los Estados de ciertas agencias privadas para calificar determinadas emisiones, reformas fiscales para incentivar la emisión de ratings más ajustados, o la creación de una agencia europea de calificación de riesgos.

Podemos concluir que la solución consiste en sustituir esa confianza ciega en las calificaciones crediticias en una confianza consciente, basada en una regulación de las agencias de calificación crediticia que incida en sus puntos críticos, siendo necesario precisar un sistema de supervisión más eficiente y centralizado, que impida actuaciones inadecuadas. Gran parte de estas consideraciones están marcando el enfoque de la reciente regulación tanto estadounidense como comunitaria de las entidades de rating.

³² El 14 de noviembre de 2011, la Comisión Europea descartó de momento prohibir a las agencias de rating que publiquen notas sobre los países rescatados o los que negocian planes de ayuda internacional. Tras un largo debate, el colegio de comisarios no adoptó la mayor parte de propuestas del responsable de Servicios Financieros Michel Barnier, para reforzar el control sobre estas agencias, tales como dar poderes a la ESMA para que suspendiese durante dos meses la calificación de los países en crisis, prohibir fusiones entre las grandes agencias de rating o crear una agencia europea de calificación de riesgos, sin embargo, no supone un abandono sino un retraso en su aprobación en aras de seguir analizándolas. *Vid.* ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil... cit.*, p. 50.

³³ En este sentido, la Decisión del Banco Central Europeo, de 6 de mayo de 2010, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado griego (ver DOUE L n° 117, de 11 de mayo de 2010, p. 1026); y la Decisión del Banco Central Europeo de 31 de marzo de 2011, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado irlandés (DOUE L n° 94, de 8 de abril de 2011, p. 33).

³⁴ Tal y como refiere TAPIA HERMIDA, A.J., «La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de «rating»)), en *RDMV*, n° 7, julio- diciembre 2010, p. 6, el informe de 28 de abril de 2010 de la agencia de calificación crediticia *Standard & Poor's* que reducía la calificación crediticia del Reino de España a nivel de AA con perspectiva negativa, tuvo efectos devastadores tanto sobre la deuda pública española como sobre el Ibex.

³⁵ Sobre este problema y sus posibles soluciones, véase LÓPEZ MARTÍNEZ, M., «Independencia y conflictos de interés en la actividad de las agencias de rating» en *RDDDB*, n° 129, enero- marzo 2013, pp. 238 y ss.

2. REGULACIÓN

2.1 Antecedentes de la regulación europea

En el plano normativo, nos encontramos con un escenario de crisis financiera en el que las calificaciones crediticias habían quedado en entredicho y en el que las agencias de calificación crediticia carecían de una normativa específica, por lo que el control de su actividad se basaba exclusivamente en la autorregulación, la cual se sustanciaba en el Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Calificación Crediticia elaborado por la IOSCO y publicado en diciembre de 2004, para ser posteriormente revisado en mayo de 2008. Si bien este Código establecía las pautas que debían seguir las agencias de calificación crediticia para prestar sus servicios, pronto se vio que esta regulación resultaba insatisfactoria dado que se tornaban en meras declaraciones de intenciones que no eran exigibles jurídicamente, por lo que se hacía necesaria una norma específica que impusiera a las agencias de calificación obligaciones que mejoraran la credibilidad de las calificaciones emitidas y un régimen estricto de supervisión que permitiera verificar el cumplimiento de estas obligaciones³⁶, acompañado de sanciones adecuadas cuando tales normas fuesen infringidas.

2.2 Regulación comunitaria

Lo anteriormente expuesto llevó al legislador comunitario a promulgar el Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, que establecía el marco organizativo y operativo bajo el cual podían operar las agencias de calificación crediticia en todo el ámbito de la Unión Europea. Este Reglamento se dictó con el objetivo de minimizar los conflictos de intereses, asegurar la independencia, reforzar la transparencia de métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación, identificar el carácter solicitado o no de la calificación y garantizar la calidad técnica de los rating y la experiencia profesional de los analistas y de quienes intervengan en las actividades de calificación³⁷.

³⁶ Véase BERNALDO DE QUIROS CABRERA, G., «La Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia», en *RDMV*, n° 9, julio- diciembre 2011, pp. 243 y ss.

³⁷ Para un análisis completo de esta norma, véase TAPIA HERMIDA, A. J., «El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating")», en *RDBB*, n° 116, octubre-diciembre 2009, pp. 306 y ss.

Posteriormente, fue promulgado el Reglamento n° 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se modificaba el Reglamento n° 1060/2009, que persigue en general, reajustar el sistema de control público de estas agencias en la Unión Europea, que se caracterizaba por un grado de complejidad por completo ineficiente³⁸ e inadecuado al tipo de actividad y a la velocidad de los mercados financieros en que se desarrolla.

Son tres los aspectos esenciales en los que incide el Reglamento: en primer lugar, consagra a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) como el responsable exclusivo del registro y de la supervisión de estas Agencias en la Unión Europea³⁹, sin perjuicio de su facultad de delegar tareas específicas en las autoridades competentes de los distintos Estados Miembros o de celebrar acuerdos de cooperación para el intercambio de información con las autoridades de supervisión de terceros países. En segundo lugar, incrementa las exigencias de transparencia de la información que deben presentar los emisores de instrumentos financieros calificados ante el mercado porque la divulgación de esa información intensificará la competencia entre las agencias y el número de calificaciones no solicitadas, reduciendo el riesgo de conflictos de intereses motivados por el modelo «el emisor paga» y la dependencia de los emisores respecto de las calificaciones. Y en tercer lugar, agrava muy notablemente el régimen sancionador aplicable a estas agencias, porque potencia las competencias sancionadoras de la AEVM, amplía las multas punitivas y las multas coercitivas que se pueden imponer, tipifica muy detalladamente las infracciones que pueden cometer las agencias y detalla los coeficientes que deben ser utilizados por la AEVM para la imposición de sanciones⁴⁰.

Finalmente, el Reglamento (UE) n° 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 sobre agencias de calificación crediticia⁴¹, surge con el objetivo de reforzar la independencia de las agencias de calificación crediticia, fomentar el empleo de métodos y procesos sólidos de calificación crediticia, atenuar los riesgos relacionados

³⁸ Sobre esta complejidad ineficiente, véase TAPIA HERMIDA, A. J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 154 y ss.

³⁹ Véase <http://www.esma.europa.eu/page/Credit-Rating-Agencies>

⁴⁰ Véase TAPIA HERMIDA, A.J., «Novedades en la regulación comunitaria y española de las agencias de calificación crediticia», en *RDBB*, n° 123, julio- septiembre 2011, pp. 295 y ss.

⁴¹ DOUE, L n° 146, de 31 de mayo de 2013, págs. 1 a 33.

con las calificaciones soberanas, reducir el riesgo de una dependencia excesiva de los participantes en el mercado con respecto a las calificaciones crediticias y garantizar un derecho de recurso de los inversores⁴².

Asimismo, el citado Reglamento incide en varios de los aspectos centrales de la compleja regulación comunitaria. En primer lugar, amplía el objeto del Reglamento de 2009 con referencias a las obligaciones que impone a los emisores y a las entidades originadoras y promotoras de los instrumentos de titulización. En segundo lugar, obliga a las entidades financieras a realizar sus propias evaluaciones del riesgo de crédito, limita el uso de dichas calificaciones crediticias por las Autoridades Europeas de Supervisión y la Junta Europea de Riesgo Sistémico y crea una Plataforma Europea de Calificación en la página web de la AEVM. En tercer lugar, la obligatoria rotación de las agencias está relacionada con el estímulo a la competencia entre agencias, se busca estimular el uso por los emisores o terceros vinculados de múltiples agencias con cuotas no superiores al 10% del mercado total. En cuarto lugar, incide en la metodología de calificación crediticia de la deuda soberana, introduciendo la exigencia de que las calificaciones soberanas analicen la especificidad del Estado miembro emisor y la prohibición de anuncios de revisión de las calificaciones de un grupo determinado de países, amén de nuevas exigencias sobre las comunicaciones públicas de dichas calificaciones soberanas; y de los instrumentos de financiación estructurada, que ha de servir de base para las respectivas calificaciones crediticias, dado que en dicha información están implicados no solo el emisor sino también las entidades originadoras y patrocinadoras, por lo que estas novedades inciden tanto en los proyectos de normas técnicas de regulación como en la exigencia de doble calificación crediticia de aquellos instrumentos⁴³.

Sin embargo, la novedad más relevante desde el punto de vista jurídico en la regulación de las agencias de calificación crediticia es la incorporación al Reglamento de 2009 de un Título III bis (integrado por un único artículo 35 bis) que regula la responsabilidad civil de dichas agencias, sin perjuicio de otras reclamaciones de responsabilidad civil que puedan interponerse conforme a los ordenamientos nacionales y que delimita su legitimación activa por referencia bien a los inversores, que han

⁴² En este sentido, véase el Considerando (49) del Reglamento (UE) n° 462/2013 del Parlamento europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013.

⁴³ Véase TAPIA HERMIDA, A.J., «Modificación del reglamento sobre las Agencias de Calificación Crediticia», en *RDBB*, n° 131, julio- septiembre 2013, pp. 257 y ss.

tomado decisiones de inversión o desinversión basándose en calificaciones crediticias o bien a los emisores, que se han visto dañados por una determinada calificación crediticia sin haber proporcionado información inexacta o engañosa a la agencia calificadora o al público en general. Esta regulación retoma los principios clásicos de la responsabilidad civil por daños de tal modo que obliga al inversor o emisor que reclame la responsabilidad civil de una agencia a presentar información precisa y detallada sobre la comisión de una infracción y la afectación de la calificación por la misma. En este mismo sentido, permite también la limitación anticipada de la responsabilidad civil de las agencias siempre que sea razonable y proporcionada y esté autorizada por el Derecho nacional aplicable.

Por último, procede recordar que el Reglamento de 2013 introduce numerosas modificaciones en el Anexo I del Reglamento de 2009, relativo a la «independencia e inexistencia de conflictos de intereses», y en el Anexo III que contiene la lista de las infracciones típicas que pueden cometer las agencias de calificación crediticia.

En conclusión, podemos constatar que, en esta materia de regulación de las agencias de calificación crediticia, la normativa comunitaria avanza con paso decidido hacia una exuberancia normativa que dificulta notablemente su comprensión e incluso su mero conocimiento. En este sentido, la técnica de Reglamentos (de 2013) que modifican Reglamentos (de 2009), previamente modificados por otros Reglamentos (de 2011), si bien es cierto que puede venir impuesta por el propio dinamismo del mercado financiero, no parece la más adecuada para garantizar la seguridad jurídica de la estructura regulatoria.

Por otro lado, existen diversos desarrollos técnicos elaborados por la AEVM, tales como directrices y recomendaciones para aclarar aspectos esenciales del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia⁴⁴, documentos sometidos a debate sobre la implementación de aspectos básicos de la normativa⁴⁵, consejos técnicos⁴⁶, planes de trabajo respecto de la supervisión⁴⁷ o informes anuales⁴⁸.

⁴⁴ Véase EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, «Directrices y recomendaciones sobre el ámbito de aplicación del Reglamento relativo a las agencias de calificación crediticia» en *ESMA/2013/720*, 17 de junio de 2013. El documento pretende aclarar cuatro aspectos esenciales de aquella regulación: la forma de operar las ACCs comunitarias y extracomunitarias, el ámbito de aplicación del Reglamento, la transparencia de las calificaciones crediticias en función de la protección del consumidor y del inversor, y los mecanismos de aplicación del Reglamento sobre las ACCs.

⁴⁵ La AEVM publicó un documento de debate sobre la implementación de aspectos básicos de la regulación de estas agencias, y en particular, sobre tres aspectos precisados de desarrollo mediante

2.3 Regulación en España

En España el fenómeno de la calificación es muy reciente, el mercado nacional ha ido creciendo lentamente en torno a la calificación de los fondos de titulización, la deuda de Estado, de algunas comunidades autónomas, las principales empresas públicas, la banca y los fondos de inversión de renta fija y variable.

En nuestro ordenamiento jurídico las agencias de calificación crediticia tomaron carta de naturaleza con ocasión de la regulación de los fondos de titulización, pues el art. 5.8 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria, empezó exigiendo que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a fondos de titulización hipotecaria fuera evaluado por una entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV y con la exigencia de que la mención de dicha calificación figurase en el correspondiente folleto de emisión⁴⁹. Posteriormente, la exigencia de calificación para que las agencias dictaminasen la calidad crediticia de los valores emitidos se extendió a los valores emitidos con cargo a cualquier fondo de titulización de activos por el art. 2.3 b del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo⁵⁰.

Finalmente, la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, además de atender a la necesidad de aplicar el citado

normas técnicas de regulación tales como información sobre instrumentos de financiación estructurada, sobre la Plataforma Europea de Calificación y sobre las comisiones que las agencias cobran a sus clientes. En atención a lo anterior, véase EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Discussion Paper on CRA₃ Implementation* (ref. ESMA/2013/891), 10 julio 2013.

⁴⁶ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Technical Advice on the feasibility of a network of small and medium- sized CRAs* (ref. ESMA 2013/1703), 21 noviembre 2013

⁴⁷ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *ESMA 2013 CRA supervision and policy work plan* (ref. ESMA 2013/87), 23 enero 2013.

⁴⁸ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Credit Rating Agencies Annual Report 2012* (ref. ESMA/2013/308), 18 Marzo 2013. El informe resume las actividades de supervisión de la ESMA, el progreso en el tratamiento de los registros, y sus recomendaciones en relación con los requisitos legislativos existentes y nuevos. Se centra en algunos aspectos como los procedimientos de calificación de la deuda soberana respecto de algunas ACCs, la inspección de las pequeñas y medianas agencias de calificación crediticia y la futura inspección de la publicación de calificaciones.

⁴⁹ Véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil... cit.*, pp. 67.

⁵⁰ Sobre tal cuestión profundiza TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Dykinson, Madrid, 1998, pp. 306 y ss.

Reglamento, busca adaptar nuestro ordenamiento a las consecuencias que sobre la supervisión de aquellas agencias tiene la creación, desde el 1 de enero de 2011, de la Autoridad Europea de Valores y Mercados⁵¹. Aún cuando, por su propio carácter, el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 resulta de directa aplicación, la asunción del sistema de control público de las agencias de calificación crediticia previsto en él exige algunos desarrollos normativos por parte de los Estados miembros⁵².

En primer lugar, se modificaron distintas leyes para exigir que únicamente puedan utilizarse con fines normativos las calificaciones externas de crédito emitidas o refrendadas por agencias de calificación crediticias establecidas en la Unión Europea y registradas conforme al Reglamento. En este sentido, se procedió a la reforma de la Ley 13/1985, de recursos propios de los intermediarios financieros; de la Ley 24/1988, en cuanto se refiere a la utilización de calificaciones externas de crédito por las empresas de servicios de inversión; de la Ley 19/1992, en cuanto se refiere a la calificación de los valores emitidos por los fondos de titulización hipotecaria y de activos; y de la Ley 35/2003, en cuanto afecta a la calificación crediticia de los depositarios de IICs.

En segundo lugar, la Ley se ocupa del estatuto de las agencias de calificación crediticia, para lo cual modifica la Ley 24/1988, del Mercado de Valores en los tres aspectos siguientes: estableciendo en el art. 92 un nuevo registro de agencias conforme al Reglamento; sujetando a la supervisión e inspección de la CNMV tanto a las agencias calificadoras establecidas y registradas en España como a las registradas por otra autoridad competente de la UE y las que hayan recibido la certificación por equivalencia prevista en el art. 5 del Reglamento. En este sentido, se prevé la modificación de los arts. 84, 85 y 91 LMV, con especial atención a la cooperación de la CNMV con las autoridades competentes de otros estados miembros; y por último, sometiendo a las agencias de calificación crediticia establecidas y registradas en España al régimen sancionador del capítulo II del título VIII de la LMV, incluyéndolas entre las

⁵¹ Creación de la AEVM en virtud del Reglamento (UE) n°. 1095/2010 del Parlamento del Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión núm. 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión. Publicado en el DOUE L n° 331, de 15 de diciembre de 2010, págs. 84 a 119.

⁵² Véase TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 75

entidades potencialmente responsables, añadiendo nuevos tipos de infracciones al elenco vigente y adaptando, el catálogo de sanciones⁵³.

3. CONCEPTO Y CLASES DE AGENCIAS DE CALIFICACION CREDITICIA

3.1 Caracterización de las agencias de calificación crediticia

Una agencia de calificación crediticia es una entidad cuya actividad consiste en la emisión de calificaciones con vistas a la evaluación del riesgo crediticio de los emisores de valores representativos de deuda o de dichos valores⁵⁴. También son definidas como compañías que asignan calificaciones crediticias a emisores y a ciertos tipos de emisiones de deuda incluyendo, por ejemplo, préstamos, valores de deuda, cotizados y no cotizados, y acciones preferentes⁵⁵. En función de las definiciones establecidas por la regulación comunitaria⁵⁶ y estadounidense⁵⁷, podemos concluir que una agencia de calificación crediticia es aquella entidad cuya actividad consista en la emisión de calificaciones crediticias.

Asimismo, dado que en la práctica internacional, las principales agencias de calificación crediticia que operan a nivel global están radicadas fuera de la Comunidad Europea y se integran, como matrices y filiales en grupos de sociedades complejos, conviene hacer referencia a la noción de grupo de agencias de calificación crediticia,

⁵³ En atención a TAPIA HERMIDA, A.J., «Proyecto de Ley sobre Agencias de Calificación Crediticia», en *RDBB*, nº 121, enero-marzo 2011, pp. 256 y ss.

⁵⁴ Definición contenida en IOSCO «Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies » en *The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, mayo de 2008, p. 3.

⁵⁵ De ese modo traduce la definición dada por la IOSCO, LOSADA LÓPEZ, R., «Agencias de rating...», *cit.*, p. 13.

⁵⁶ En el Derecho comunitario vigente, el art. 3, apartado 1.b) del Reglamento (CE) nº 1060/2009 de 16 de septiembre, establece que «agencia de calificación crediticia es una persona jurídica cuya ocupación incluya la emisión de calificaciones crediticias con carácter profesional», ello en relación con lo que por calificación crediticia se entiende en el apartado 1.a) del mismo precepto, como «un dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, una obligación, una acción preferente u otro instrumento financiero, o de un emisor de tal deuda u obligación financiera, obligación, acción preferente u otro instrumento financiero, emitido utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación»

⁵⁷ En el Derecho de los EE.UU, la Sección 3 de la *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, define agencia de calificación crediticia como cualquier persona que se dedique al negocio de emitir calificaciones crediticias por internet o mediante otra red accesible, de forma gratuita o a cambio de una remuneración razonable, pero sin incluir una compañía de información de crédito comercial, que emplee un modelo cuantitativo o cualitativo, o ambos, para determinar las calificaciones crediticias, y que reciba remuneraciones de emisores, inversores u otros partícipes del mercado o una combinación de los anteriores.

definidas como grupo de empresas establecido en la Comunidad integrado por una empresa matriz y sus filiales según lo previsto en los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE, así como las empresas vinculadas entre sí según lo contemplado en el artículo 12, apartado 1, de la mencionada Directiva, y cuya actividad incluya emitir calificaciones crediticias⁵⁸.

3.2 Distinción de figuras afines

La noción de agencia de calificación crediticia debe completarse por exclusión, distinguiéndola de figuras afines, porque la calificación crediticia es una actividad diversa del asesoramiento en materia de inversiones, de la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros y de la actividad de auditoría⁵⁹.

En primer lugar, cabe distinguir las agencias de calificación crediticia de las empresas de servicio de inversión⁶⁰, porque no desarrollan la actividad consistente en el asesoramiento en materia de inversión ni los otros servicios auxiliares, dado que una calificación crediticia no implica por sí recomendación de inversión alguna en el sentido de adquirir, vender o mantener en cartera el valor o instrumento financiero calificado⁶¹, sin perjuicio, de que la calificación otorgada a un valor o emisores sea un factor a tener en cuenta por los inversores para realizar operaciones sobre tales instrumentos financieros o valores y por los prestadores de servicios de inversión en el marco de su actividad de asesoramiento o gestión de carteras.

Tampoco deben ser confundidas con los analistas de inversiones, quienes transforman la información en valoraciones generales sobre determinados instrumentos financieros que pueden provocar un determinado comportamiento por el inversor (compra, venta o mantenimiento de valores en su cartera); mientras que las agencias de

⁵⁸ En este sentido, véase el art.3.1 m) del Reglamento (CE) nº 1060/2009,

⁵⁹ Respecto a la distinción de figuras afines se pronuncia, TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 134 a 137.

⁶⁰ En este sentido tanto el Derecho comunitario como el Derecho español establecen que el asesoramiento en materia de inversión es un servicio de inversión reservado a las empresas de servicios de inversión, y que la elaboración de informes de inversión y análisis financieros son servicios auxiliares que pueden prestar aquellas empresas (arts. 62 y 63 LMV). También las entidades de crédito pueden prestar estos servicios (art. 65 LMV)

⁶¹ El considerando 10 de la Directiva 2003/125/CE señala que «los dictámenes sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero concreto a una fecha determinada... no constituyen una recomendación en el sentido de la presente Directiva»

calificación crediticia, transforman la información en opiniones que reflejan la probabilidad de que un emisor incumpla sus obligaciones financieras en general, o las vinculadas a determinados valores de renta fija que haya emitido.

Finalmente, es necesario diferenciar las agencias de calificación crediticia de los auditores o sociedades de auditoría⁶², porque si bien aquellas parten de la información financiera y contable que le ofrecen las entidades calificadas, su misión no consiste en verificarla para determinar si es completa y adecuada, sino en servirse de ella para aplicar sus métodos de evaluación de solvencia, sin perjuicio del deber que tienen las agencias de asegurar que utilizan información adecuada para emitir sus calificaciones.

3.3 Clases

Existen dos criterios que permiten clasificar a las agencias de calificación crediticia en el ámbito internacional, en función del ámbito material de su actividad, y atendiendo al ámbito geográfico y dimensión⁶³.

Por un lado, respecto a los servicios ofertados, pueden distinguirse las agencias de calificación crediticia que junto a la actividad de calificación estrictamente considerada ofrecen servicios complementarios, tales como la calificación de riesgos ante escenarios hipotéticos que presenten determinados emisores, o la gestión y consultoría de riesgos de instituciones financieras. Y aquellas otras que se centran únicamente en la calificación de riesgos, a su vez, tanto dedicadas a la actividad genérica, como dirigidas a la calificación de riesgos específicos de determinadas regiones o industrias.

Por otro lado, en alusión al ámbito geográfico y tamaño, cabe distinguir entre las tres grandes agencias de calificación crediticia globales (Moody's, Standard & Poor's, y Fitch), que actúan internacionalmente y con publicación a menudo gratuita de sus calificaciones; de las pequeñas agencias de calificación crediticia, de carácter local, que suelen actuar en escenarios regionales y sobre la base de sistemas de suscripción remunerada a sus calificaciones. Sin embargo, esta diferenciación no impide que existan

⁶² La auditoría de cuentas se define legalmente como «la actividad consistente en la revisión y verificación de documentos contables, siempre que aquella tenga por objeto la emisión de un informe que pueda tener efectos frente a terceros», art. 1.1 del Real Decreto Ley 1/2011, de 1 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la ley de auditoría de cuentas.

⁶³ Véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de Rating)*, Aranzadi, Pamplona, 2013, pp. 106.

agencias con ámbitos geográficos de actuación limitados, pero que están asociadas a las grandes agencias, pudiendo ser sus filiales y, por tanto, pertenecer al mismo grupo, o pudiendo ser sociedades autónomas afiliadas a aquellas.

III. LA ACTIVIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. DESCRIPCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: NOCIÓN DE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA

La actividad de calificación crediticia es considerada un juicio que tiene como objeto medir la solvencia de una entidad emisora de deuda o, en su caso, el nivel de riesgo asociado a una concreta emisión de deuda mediante un proceso de acopio y evaluación de información y que concluye con una nota asignada⁶⁴. En este sentido, se ha dicho que la calificación crediticia cumple, en los mercados financieros, una función primordial de interpretación y traducción en términos alfanuméricos de la información disponible sobre la solvencia de los emisores de valores. En particular, la calificación crediticia contribuye de forma significativa a la eficiencia de los mercados de valores⁶⁵, reduce la asimetría informativa que existe entre los emisores que apelan al ahorro público y los inversores, que deben tomar sus decisiones de inversión con un conocimiento suficiente del riesgo de crédito o de solvencia de los emisores que ellos asumen⁶⁶, y minora el coste de financiación de los emisores en el mercado.

Asimismo, proporciona un instrumento de mitigación de eventuales responsabilidades⁶⁷ y se les atribuye tanto un valor de certificación de la inversión, como un valor regulatorio⁶⁸.

⁶⁴ En este sentido, ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad...*, cit., pp. 75.

⁶⁵ Entendida tanto en un sentido genérico (que dichos mercados cumplan adecuadamente su labor de trasvase del ahorro a la inversión productiva), como en un sentido específico (que la información disponible en el mercado sobre los emisores y los valores emitidos se traduzca en términos de cotización).

⁶⁶ En atención a las funciones que cumple la calificación crediticia, TAPIA HERMIDA, A.J., «Las Agencias de Calificación Crediticia ante los nuevos retos regulatorios», en *RDBB*, nº 132, octubre-diciembre 2013, pp. 59.

⁶⁷ Ello porque la elección de emisiones calificadas por ACCs, dignas de confianza con el grado de inversión, inmuniza de algún modo, de la eventual responsabilidad por las decisiones de inversión adoptadas al destilar en sencillos símbolos fácilmente reconocibles las pautas de diligencia esperada. Advirtiendo tales efectos ALBA FERNÁNDEZ, M., «Las agencias de rating...», cit., pp. 155 a 157.

2. RELACIONES CONTRAÍDAS CON TERCEROS

2.1 Emisores

La primera relación que las agencias de calificación crediticia mantienen en el mercado como consecuencia de la prestación de sus servicios de calificación se establece con los emisores, pudiendo referirse la evaluación a instrumentos financieros de emisores públicos o privados. De esta forma, podemos distinguir varias situaciones que describimos a continuación.

En primer lugar, el emisor puede contratar a la agencia de calificación para que evalúe una de sus emisiones, presentándose la calificación crediticia como una relación entre dos entidades que crea derechos y obligaciones recíprocas a cargo de cada una de ellas. Por una parte, la obligación esencial de la agencia consiste en realizar la calificación de forma diligente y conforme a la metodología que tenga establecida⁶⁹, mientras que el derecho esencial correlativo consiste en cobrar la remuneración pactada. Para la entidad cuya emisión es calificada⁷⁰ la obligación esencial consiste en pagar a la agencia de calificación crediticia la remuneración pactada, y su derecho correlativo es recibir su calificación o la del valor o instrumento financiero emitido⁷¹.

En segundo lugar, el emisor puede no haber solicitado la evaluación, y, sin embargo, estar obligado a participar en el proceso de evaluación, proporcionando a la agencia de calificación la información que sea precisa y contrastando con ella el resultado de la calificación provisional que se le asigne. Así sucede en los supuestos en que las calificaciones vienen impuestas por la ley, generalmente para valores representativos de deuda o de procesos de titulización de activos.

⁶⁸ La calificación crediticia se torna en instrumento de políticas reguladoras, bien en relación con la utilización de la misma para determinar la solvencia de las entidades de crédito, o bien vinculada a otras instituciones financieras en aras del cumplimiento de las normas de inversión por parte de los inversores institucionales o las corrientes de flujos financieros de los fondos de titulización. Véase ALBA FERNÁNDEZ, M., «Las agencias de rating...», *cit.*, pp. 155 a 157.

⁶⁹ Arts. 1544 y concordantes del Código Civil donde se define el arrendamiento de obras o servicios.

⁷⁰ La entidad calificada se define por el art. 3.1e) del Reglamento (CE) n° 1060/2009 como «una persona jurídica cuya solvencia se califica, explícita o implícitamente, a través de la calificación crediticia, con independencia de que haya solicitado o no dicha calificación y de que haya facilitado información para la misma»

⁷¹ En torno a la calificación jurídica como relación jurídica, véase TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, *cit.*, pp. 100. Para un análisis más exhaustivo, *vid.* GÓMEZ- JORDANA, I., «El rating como contrato», en *RDBB*, n° 129, enero- marzo 2013, pp. 214 y ss.

En tercer lugar, el emisor puede no haber solicitado la evaluación ni estar obligado a participar en el proceso de evaluación⁷², siendo la propia agencia quien decide llevar a cabo la evaluación a iniciativa propia, como método de crear reputación que le permita acceder en el futuro al mercado de calificación; o a petición de un inversor determinado que se lo solicite, por ejemplo, un fondo de inversión o un fondo de pensiones, para adoptar una posición sobre su inversión actual o decidir sobre la adquisición o suscripción de los instrumentos financieros evaluados⁷³.

Los emisores analizados aparecen en primer término como los legitimados activos para reclamar responsabilidades civiles frente a las agencias de calificación crediticia, por los efectos dañosos que puedan tener como consecuencia del incumplimiento o cumplimiento defectuoso de sus obligaciones, y por ello, son los que permiten configurar desde su condición de evaluados, como el primer hilo conductor del análisis de las responsabilidades civiles contraídas por las agencias de calificación crediticia en la prestación de su actividad calificadora⁷⁴.

2.2 Inversores

Los inversores son los principales destinatarios de las calificaciones realizadas por las agencias de calificación crediticia respecto de los emisores o calificados.

Si bien conviene distinguir los efectos diferenciados según se trate de inversores en valores de renta fija, que suelen utilizar las calificaciones como criterio de contraste de sus propios análisis, o inversores en valores de renta variable, que pueden utilizar las calificaciones para evaluar el riesgo de insolvencia de un emisor a la vista de una multiplicidad de factores concurrentes. Además, los inversores institucionales ocupan una posición preferente como usuarios de las calificaciones, porque los gestores de sociedades o fondos de inversión, fondos de pensiones o compañías de seguros suelen

⁷² Véase MUÑOZ GARCÍA, A., «Los rating no solicitados», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 246 y ss.

⁷³ Este tipo de calificaciones plantean problemas delicados tanto en su fase de elaboración, por las carencias de información debidos a la ausencia de contacto entre la ACC y el emisor de los instrumentos financieros calificados; como en su fase de publicación, por los efectos dañosos que pueden tener sobre la reputación del emisor involuntariamente calificado, es más, pueden convertirse en instrumentos de «chantaje» encubierto para obligar al emisor a solicitar a la ACC su calificación al objeto de evitar calificaciones «erróneas» por falta de información y de interlocución entre las partes.

⁷⁴ Véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, cit., pp.183. En ese mismo sentido se pronuncian los Considerandos 32 y 33 del Reglamento (UE) nº 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

utilizar las calificaciones para ratificar o rechazar las opiniones de sus propios analistas, además de la utilidad de dichas calificaciones para determinar el cumplimiento de sus propias restricciones o políticas internas de inversión o de las exigencias regulatorias⁷⁵. Así pues, los inversores se convierten en usuarios de las informaciones suministradas por las agencias de calificación crediticia, la cual genera confianza sobre la base del valor añadido implícito en la misma, desplegando sus efectos hasta tal punto que permite que sean consideradas como auténticos intermediarios reputacionales o de confianza⁷⁶.

Podemos considerar también que los inversores se presentan como sujetos legitimados activamente para reclamar responsabilidades civiles frente a las agencias de calificación crediticia, por los efectos dañosos que haya generado el incumplimiento o cumplimiento defectuoso de sus obligaciones y por ello, son los que se configuran desde su condición de usuarios de las calificaciones, como el segundo hilo conductor del análisis de las responsabilidades civiles contraídas por las agencias de calificación crediticia en la prestación de su actividad calificadora⁷⁷.

2.3 Intermediarios financieros

Los intermediarios en el mercado de instrumentos financieros suelen utilizar las calificaciones de riesgos tanto si actúan por cuenta ajena, para comprobar las recomendaciones de inversión que puedan efectuar a sus clientes; como si lo hacen por cuenta propia, para evaluar el riesgo que asumen en el caso de que aseguren la suscripción o colocación de una emisión de valores⁷⁸.

⁷⁵ Véase TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 119. En el mismo sentido se pronuncia, ALBA FERNÁNDEZ, M., «Las agencias de rating...», cit., pp. 155 a 157.

⁷⁶ Considerando a las agencias de calificación crediticia como intermediarios reputacionales o de confianza ALBA FERNÁNDEZ, M., «Las agencias de rating...», cit., pp. 146 a 149.

⁷⁷ Véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, cit., p. 227. En ese mismo sentido se pronuncian los Considerandos 32 y 33 del Reglamento (UE) n° 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

⁷⁸ En este sentido, el Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la Unión Europea publicado en Bruselas el 25 de febrero de 2009.

3. OBLIGACIONES EXIGIBLES A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

3.1. Fuente de las obligaciones exigibles a las agencias de calificación

En atención al sistema de fuentes establecido en el art. 1089 del Código Civil, es posible diferenciar tres tipos de obligaciones que pueden ser exigidas a las agencias de calificación crediticia, como consecuencia del desarrollo de su actividad típica de calificación y cuyo incumplimiento ocasionará su correspondiente responsabilidad⁷⁹.

En primer lugar, las obligaciones legales, orientadas a concretar las obligaciones que son asumidas por las agencias derivadas de la legislación imperativa vigente, y que se muestran como deberes de conducta de las agencias de calificación crediticia. Su incumplimiento dará lugar a la responsabilidad administrativa de éstas, concretada en forma de sanciones administrativas, previstas en el Reglamento (CE) n° 1060/2009⁸⁰ y en el Reglamento (UE) n° 462/2013⁸¹, así como desarrolladas por los ordenamientos de los Estados comunitarios. Asimismo, debe tenerse en cuenta que las obligaciones legales integran la *lex artis* de la actividad de calificación de las agencias, y por ello se incorporan de forma automática, al contenido de los contratos de calificación que puedan tener suscritos con los emisores calificados y a la diligencia exigible por el mercado financiero en general.

En segundo lugar, las obligaciones contractuales, que emergen de los contratos de calificación suscritos por las agencias de calificación crediticia con los emisores u originadores calificados. Su incumplimiento generará responsabilidad contractual en los términos previstos en el art. 1101 del Código Civil.

⁷⁹ La distinción entre los tipos de obligaciones derivadas de la actividad típica de las ACC es establecida por TAPIA HERMIDA, A.J., «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia», en *Perspectivas del sistema financiero*, n° 103, 2011, pp. 19.

⁸⁰ El Considerando 69 determina: «cualquier reclamación contra una agencia de calificación crediticia por el incumplimiento de las disposiciones del presente Reglamento debe hacerse de conformidad con la legislación nacional aplicable en materia de responsabilidad civil»

⁸¹ En ese sentido, la evolución de la actividad de estas agencias y la reacción de los Estados frente a las degradaciones de la calificación de su deuda pública han llevado a intensificar la función reguladora de su responsabilidad y ello se ha reflejado, tanto en la agravación de su responsabilidad administrativa contenida en el Reglamento (UE) núm. 513/2011 como en la regulación de su responsabilidad civil contenida en el Reglamento (UE) núm. 462/2013 que añade un título III bis sobre «*responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia*» integrado por un único artículo 35 bis que comienza señalando, en su apartado 1: «Si una agencia de calificación crediticia ha cometido de forma deliberada o por negligencia grave alguna de las infracciones enumeradas en el anexo III que afecte a una calificación crediticia, los inversores o emisores podrán reclamar a dicha agencia de calificación por los daños y perjuicios que hayan sufrido a causa de tal infracción».

En tercer lugar, las obligaciones extracontractuales, que provienen de los actos u omisiones ilícitos o en los que intervenga cualquier género de culpa o negligencia y que las agencias puedan contraer con terceros que participen en los mercados financieros, y particularmente, con los inversores que se sientan perjudicados por las calificaciones emitidas. Estas obligaciones se reflejan en forma de responsabilidad extracontractual que les resultará exigible en los términos del art. 1902 del Código de Civil.

A) Obligaciones legales

Las obligaciones legales son aquellas que resultan exigibles a las agencias de calificación crediticia como consecuencia del desarrollo de su actividad típica de calificación, y cuyo incumplimiento generará responsabilidad. Estas obligaciones vienen impuestas por los Reglamentos comunitarios y la normativa nacional de desarrollo establecida por los Estados miembros de la UE.

a) Derecho comunitario

Las obligaciones legales de actuación de las agencias de calificación crediticia vienen predeterminadas por el Reglamento (CE) nº 1060/2009, y sus sucesivas modificaciones (Reglamento UE nº 513/2011 y Reglamento UE nº 462/2013).

Esta regulación parte de un sistema de registro y supervisión común en el seno de la Unión Europea con el objetivo de establecer una regulación homogénea que sirva para mejorar la integridad, transparencia, responsabilidad, buena gobernanza y fiabilidad de las actividades de calificación en aras de alcanzar un elevado nivel de protección de los inversores. Para que las agencias de calificación crediticia puedan obtener el registro comunitario necesario para que emitir lícitamente calificaciones crediticias, deberán acreditar una serie de condiciones iniciales que han de mantener a lo largo de toda su vida, que vienen a conformar sus obligaciones legales. Este programa regulador exigido se traduce en una serie de requisitos de organización, operativos y de transparencia que inciden en su estructura jurídica, financiera y técnica y que se encuentran contruidos sobre los cuatro principios IOSCO⁸², siendo necesario tomarlos como punto de referencia para concretar e interpretar cuáles son las específicas

⁸² Para un análisis más exhaustivo, véase TAPIA HERMIDA, A.J., «Código de fundamentos de conducta para las Agencias de Calificación Crediticia», en *RDBB*, nº 100, octubre 2005, pp. 209 y ss.

obligaciones procedentes del ámbito europeo en relación a la prestación de la actividad calificadoras⁸³.

El primer principio relativo a la calidad e integridad en el proceso de calificación, se concreta en la exigencia de diligencia a las agencias, a sus empleados y, en especial a los analistas en el desarrollo de su actividad típica. Tal diligencia se traduce en un deber de divulgar cualquier calificación crediticia; un deber de hacer pública la metodología utilizada, en aras de asegurar que las opiniones que difunde se basan en un análisis exhaustivo de toda la información de que dispongan y que sea pertinente; un deber de vigilancia y actualización de las calificaciones crediticias, en tanto que en un contexto esencialmente dinámico y cambiante, el mantenimiento de una calificación sin que se efectúe la debida revisión, puede convertirla por extemporánea en inadecuada y engañosa; y finalmente, un deber de revisión de la metodología y los modelos que utilizan las agencias al menos una vez al año, con el objetivo de que resulte apropiada tanto para el tamaño como para el alcance de sus servicios de calificación crediticia.

El segundo principio persigue la independencia de la agencia de calificación crediticia y la evitación de conflictos de intereses. Se articula tanto a través de medidas genéricas orientadas a establecer mecanismos de prevención de conflictos⁸⁴, como mediante medidas instrumentales concretas que permitan gestionar y solucionar los problemas, ello a través de procedimientos organizativos y administrativos adecuados y eficaces destinados a detectar, eliminar o gestionar y hacer público todo conflicto de intereses que pueda influir en los análisis; así como con registros de todos los riesgos significativos que pesen sobre la independencia de sus actividades de calificación. Asimismo, existen medidas orientadas a los empleados y analistas de las agencias, encaminadas a impedir conflictos de interés en función de la remuneración que perciben y la actividad que desempeñan, tales como: la prohibición de ser remunerados sobre la base de la cuantía de los ingresos que la agencia obtenga de las entidades calificadas o de terceros vinculados; prohibición respecto de los empleados de solicitar dinero, regalos o favores; y los deberes de salvaguardar la información confidencial y

⁸³ En torno a las específicas obligaciones procedentes del ámbito europeo en relación a la prestación de la actividad calificadora por las ACCs, *vid.* ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, *cit.*, pp.122 a 135.

⁸⁴ El art. 6 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, indica el deber de las ACCs de adoptar medidas para velar por que la emisión de una calificación crediticia no se vea afectada por ningún conflicto de intereses, ni relación comercial, real o potencial.

abstenerse de realizar operaciones en el mercado utilizando información confidencial y de comunicar a terceros tales informaciones.

El tercer principio viene a consagrar la responsabilidad de la agencia de calificación crediticia ante el público inversor y los emisores. Se concreta en varios deberes: el deber de la agencia de publicar todos los años un informe de transparencia que será divulgado en su página web durante cinco años como mínimo; el deber de revelar al público, de forma oportuna y sin coste alguno, las decisiones emitidas; y la obligación de divulgar públicamente de toda su política en materia de calificaciones, esto es, deberá de informar sobre el nombre y cargo que asume la responsabilidad principal de la aprobación de la calificación, las fuentes y métodos que se utilizaron, el significado de las diversas categorías de calificación, las advertencias de riesgo que resulten procedentes, etc...

El cuarto principio sienta la transparencia del código de conducta y comunicación con los partícipes del mercado. Se concreta en una serie de exigencias como: el deber de las agencias de adoptar medidas para proteger la información confidencial proporcionada por los emisores, así como el deber de no utilizar ni divulgar la misma sino respecto del ejercicio de la actividad calificadora.

Cabe señalar que las exigencias y los deberes legales procedentes de la normativa europea tienen un carácter obligatorio, por ser las normas comunitarias imperativas, y por tanto no excluibles mediante pacto, lo que se desprende del contenido del propio Reglamento puesto que determina que las condiciones que éste impone son indispensables para obtener el registro comunitario ante la Autoridad Europea de Valores y Mercados⁸⁵, y de esa manera acceder a la actividad de calificación. Asimismo, la desviación de la actuación de una agencia de calificación crediticia comunitaria respecto de la *lex artis* derivada de las condiciones establecidas en el contenido del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, además de poder ocasionar el nacimiento de su responsabilidad civil, también dará lugar a la responsabilidad administrativa de éstas en función de las sanciones administrativas que resultan

⁸⁵ Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., «El sistema europeo de supervisión financiera», en *RDBB*, nº 121, 2011, pp. 9 a 60.

concretadas por el propio Reglamento y que son desarrolladas por los ordenamientos de los Estados comunitarios⁸⁶.

b) Derecho nacional

A nivel nacional, las agencias de calificación crediticia están sometidas a unas normas generales procedentes de cada jurisdicción en la que operan, en función de la remisión que efectúa la medida 1.11 del Código de Conducta IOSCO. De esta forma, es necesario realizar un análisis desde los distintos ordenamientos jurídicos a efectos de destacar cuáles son las obligaciones legales que pueden imponer a las agencias de calificación crediticia en el desarrollo de su actividad.

En nuestro ordenamiento jurídico, las agencias de calificación crediticia quedan afectas a la exigencia de una serie de obligaciones tanto provenientes de su propia condición de empresa en aras de preservar la competencia frente a determinadas conductas consideradas como improcedentes en el mercado, como derivadas de su posición de sujeto que realiza actividades en el mercado de valores con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección⁸⁷. Atendiendo a los instrumentos que pretenden garantizar el buen funcionamiento de los procesos de competencia efectiva entre empresas, estarán obligadas a: no incurrir en las conductas colusorias ni abusos de posición dominante previstos en los arts. 1 y 2 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de defensa de la competencia⁸⁸; y comportarse conforme a las reglas de buena fe en

⁸⁶ El Reglamento 513/2011, de 11 de mayo y el Reglamento 462/2013, de 21 de mayo, introducen numerosas modificaciones en el Anexo III del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, que contiene la lista de las infracciones típicas que pueden cometer las agencias de calificación crediticia, relacionadas con los conflictos de interés, requisitos de organización, de funcionamiento, obstáculos a la actividad de supervisión y la divulgación de información.

⁸⁷ Vid. ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, cit., pp. 144 a 154.

⁸⁸ Las sanciones que el legislador prevé desde nuestro ordenamiento jurídico para tales prácticas prohibidas y sus ejecutores son de dos categorías: en primer término, serían objeto de responsabilidad civil extracontractual por los daños y perjuicios que haya podido ocasionar a terceras personas perjudicadas; en segundo lugar, serían objeto de responsabilidad civil administrativa cuya sanción consistirá en la imposición por la CNMV de multas, pudiendo alcanzar incluso a los administradores.

función de lo establecido en el art. 4.1 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de competencia desleal⁸⁹.

En segundo lugar, las agencias de calificación crediticia estarán obligadas al cumplimiento de las normas de conducta contenidas en el Capítulo II, del Título VII, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, de mercado de valores, lo que implica: obligaciones en relación con la información privilegiada que detentan, como consecuencia del acceso a la información confidencial que le comunican los emisores de los valores para la prestación de su función calificadora⁹⁰; mandatos relativos a asegurar la existencia de una separación informativa interna⁹¹, que permita tanto el ejercicio autónomo de su actividad principal con respecto a sus servicios accesorios, así como la prevención de conflictos de intereses⁹²; deberes dirigidos a requerir un comportamiento leal e imparcial cuando publiquen informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados⁹³; y exigencias dispuestas para evitar el falseamiento en la libre formación de precios de los valores en el mercado⁹⁴.

⁸⁹ Las sanciones que el legislador prevé desde nuestro ordenamiento jurídico para tales prácticas prohibidas y sus ejecutores serían objeto de responsabilidad civil extracontractual, en función de lo determinado por el art. 32 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de competencia desleal.

⁹⁰ Así pues, con la finalidad de luchar contra el uso abusivo de las informaciones privilegiadas que repercuten en la transparencia y la eficiencia del mercado, y que impiden garantizar el principio de igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de la tutela inmediata de éstos como parte débil de la relación, se procede a la exigencia de deberes de informativos en sentido positivo (salvaguardar la información privilegiada, adoptar medidas adecuadas para evitar que la misma sea objeto de utilización abusiva o desleal, o se tomen las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado) y en sentido negativo (exigencias dirigidas a abstenerse de ejecutar actuaciones orientadas a la realización de cualquier tipo de operaciones en el mercado de valores a los que la información se refiere, comunicar dicha información a terceros, o asesorar sobre la base de una información previamente procesada). En este sentido, véase art. 81 de la LMV. Para un estudio general de la figura del abuso de información privilegiada, véase HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson Civitas, Pamplona, 2007.

⁹¹ Las ACCs estarán obligadas a establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas; instalar adecuadas barreras de información entre cada área y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas; definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada; así como elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información. En este sentido, véase HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada...*, cit., pp. 482 a 485., en lo relativo al control mediante el establecimiento de murallas chinas, es decir, conjunto de procedimientos de organización y reglas de funcionamiento interno, y en su caso barreras físicas, que dispone una entidad multifuncional con el objetivo de evitar los flujos indebidos de información entre los diferentes departamentos que puedan desembocar en un abuso de información privilegiada.

⁹² Vid. art. 83.1 LMV.

⁹³ Vid. art. 83.2 LMV

⁹⁴ Vid. art. 83 ter LMV.

Toda esta normativa prevista en nuestro ordenamiento jurídico es de obligatoria aplicación, y su cumplimiento se halla sujeto a la supervisión, inspección y sanción de la CNMV⁹⁵. Por otro lado, la utilización de información privilegiada, puede conllevar además del ejercicio de una acción civil de responsabilidad contractual por parte de la entidad emisora, responsabilidad administrativa e incluso responsabilidad penal, lo que se contempla en los arts. 285 y 286 del Código Penal.

c) Obligaciones exigibles en otros ordenamientos, en especial en EE.UU. y Australia.

El mercado estadounidense es sin duda el más desarrollado en materia de agencias de calificación crediticia, siendo el examen del Derecho norteamericano un referente obligado en el presente estudio, ya que, ostenta la condición de pionero en la regulación de la figura y sus elaboraciones legales han servido de modelo en muchos países. Además, nos aporta la experiencia de su efectividad en la lucha contra los comportamientos indebidos de las agencias calificadoras, gracias al uso de una amplia gama de sanciones, a la implantación de eficaces medidas de prevención y al papel central que juega la SEC como organismo regulador en la ofensiva contra estas conductas, ante la cual están sometidas la práctica totalidad de calificaciones relevantes de la deuda privada y soberana, al ser éstas efectuadas por agencias domiciliadas en los EE.UU.

Así, tras la *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006, existe un sistema de reconocimiento, que implica que para poder emitir calificaciones crediticias que sean utilizadas con fines reglamentarios, se requiere la designación como NRSROs, lo que exige la presencia previa en el mercado de tres años de actividad, así como cumplir con los requisitos de información, transparencia y examen establecidos por la SEC⁹⁶. La actividad de las NRSROs queda sujeta al programa regulador dispuesto por la SEC, la cual pasará a asumir la condición de supervisora directa de las mismas; es decir, lleva a cabo un papel equivalente al que ostenta la ESMA en el ámbito europeo. Además, en ambas jurisdicciones se ha optado por imponer una regulación *ex ante* que persigue el objetivo de que los ratings tengan un mínimo de calidad. Cabe concluir que el sistema

⁹⁵ Vid. art. 84.1 bis LMV.

⁹⁶ Véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, cit., pp.154 a 158.

norteamericano de reconocimiento tiene una serie de ventajas frente al sistema europeo de registro⁹⁷, ya que favorece la competencia mediante la eliminación de barreras de entrada, al mismo tiempo que condiciona la permanencia como NRSROs a que el comportamiento estadístico de sus calificaciones no se desvíe en exceso de la industria, con lo que se asegura una calidad adecuada. Además, este régimen ha demostrado una gran eficacia gracias a la excelente labor de prevención y sanción que lleva a cabo la SEC⁹⁸.

Por otro lado, el examen del sector de las agencias calificadoras en Australia tiene un enorme interés porque es uno de los regímenes regulatorios más estrictos que existen, y a su vez aporta elaboraciones jurisprudenciales que han tenido un enorme eco en los mercados financieros internacionales. En el ámbito australiano, para que las agencias de calificación crediticia puedan desarrollar su actividad de calificación, con independencia de que resulten utilizadas con fines reglamentarios o no, necesitan obtener una licencia como proveedores de servicios financieros, lo que se condiciona al previo cumplimiento de las leyes y reglamentos de Australia desde el ámbito societario, así como al cumplimiento obligatorio del Código de Conducta IOSCO, y a la obligación de presentar a la ASIC de forma anual o a petición de la misma, un código de conducta en el que se informe sobre el cumplimiento del citado Código de Conducta de la IOSCO⁹⁹. La actividad de las agencias de calificación crediticia queda sujeta al programa regulador dispuesto por la ASIC, la cual asume la condición de revisora en tanto que podrá proceder a la imposición de sanciones ante la vulneración del sistema regulador, por ello podemos considerarla como el ente homólogo a la ESMA. Considero que el mayor logro del régimen australiano está constituido por la obligatoriedad de cumplimiento del Código IOSCO, evitando un mosaico variado de legislaciones, favoreciendo un sistema coherente y garantizando la seguridad jurídica; al contrario de lo que ocurre en la Unión Europea, porque pese a que la normativa va en la línea del

⁹⁷ El sistema ECAI exige un procedimiento de registro más opaco. En este sentido, el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, otorgaba la competencia a las autoridades nacionales, sin embargo, con posterioridad ello fue modificado por el Reglamento 513/2011, de 11 de mayo, que traspasó la competencia del registro de las agencias de calificación crediticia a la ESMA. Respecto a la comparativa entre los regímenes regulatorios estadounidense y europeo, véase LOSADA LÓPEZ, R., «Regulación reciente de las agencias de rating», en *Perspectivas del sistema financiero*, n° 103, 2011, pp. 61 y ss.

⁹⁸ Ello porque ante la vulneración de tal sistema regulador, podrá proceder a la censura de sus actividades, a suspenderlas en la realización de sus funciones por un periodo de tiempo no superior a 12 meses, así como a la revocación de su reconocimiento como NRSROs, o a la imposición de multas dinerarias.

⁹⁹ Véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, cit., pp.158 a 161.

citado Código, avanza hacia una exuberancia normativa que dificulta notablemente su comprensión e incluso su mero conocimiento.

B) Obligaciones contractuales

Las obligaciones contractuales son aquellas que emergen de los contratos de calificación suscritos por las agencias de calificación crediticia con los emisores o calificados. Las exigencias obligacionales surgen en función del contrato de evaluación o calificación de emisiones y por el que como negocio jurídico del mercado de valores, una entidad de rating se obliga por precio, frente a un emisor futuro a evaluar y publicar los riesgos que presenta el reembolso de los fondos solicitados a través de esta emisión, así como el pago de intereses u otras prestaciones pactadas en el contrato de suscripción. Este negocio jurídico, de naturaleza mixta o compleja, se trata de un contrato de naturaleza mercantil, derivada de la condición del sujeto que efectúa la calificación. Es consensual, al perfeccionarse por el consentimiento de las partes; de confianza, al tratarse de una relación *intuitu personae* donde las características personales de profesionalidad, medios y experiencia del evaluador son las decisivas a la hora de acometer el contrato por el emisor o calificado, bilateral¹⁰⁰, oneroso¹⁰¹, normativo y atípico¹⁰².

Resultan del citado contrato tres obligaciones esenciales para las agencias de calificación crediticia¹⁰³:

En primer lugar, la obligación básica es la evaluación de los valores emitidos según el estándar de diligencia profesional exigible en el sector, partiendo de la oportuna realización de los estudios y análisis de mercado de la empresa y de su entorno

¹⁰⁰ Son partes del contrato, el emisor o calificado y la entidad evaluadora, por lo que queda fuera del círculo obligacional el público inversor.

¹⁰¹ Ello en función del precio que paga el emisor al servicio de evaluación prestado a cambio por la ACC, el cual será libremente determinable y puede convenirse a tanto alzado o de modo variable, según el tiempo empleado en el análisis o volumen de la emisión. A falta de pacto, el pago se efectuará al entregarse la calificación pudiéndose realizar pagos a cuenta, o pagos parciales si además se estipula una contraprestación consistente en informes complementarios.

¹⁰² Se trata de un contrato normativo y atípico, en tanto que la prestación de aquella actividad no posee una normativa general, sino que sólo goza de determinadas referencias legislativas, como por ejemplo las relativas a la determinación de la actividad calificadora, el concepto de ACC, la distinción de figuras afines... En atención a las características del contrato de calificación de emisiones mencionadas, véase ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, cit., pp.169 a 174.

¹⁰³ Respecto a las obligaciones contractuales véase, ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil...*, cit., pp. 174 y ss.

financiero, conducentes a la calificación estándar que proceda. De este modo, los análisis tendrán que ser realizados disponiendo de los medios adecuados y suficientes y conforme a las exigencias de imparcialidad, así como preservando la información obtenida sobre el cliente. Ahora bien, es necesario advertir que la entidad emisora debe facilitar a la agencia calificadora la información que resulte precisa, porque de no hacerlo la agencia quedaría exenta de cualquier responsabilidad por la emisión de una calificación inexacta, trasladándosela al cliente de cara a los inversores. Así pues, la realización del análisis de toda la información de que dispongan conforme a la diligencia profesional que le resulta exigible a la agencia, hace que respondan en forma de culpa leve *in concreto*, esto es, la profesionalidad se incluye entre las exigencias de la naturaleza de la obligación incumplida y las circunstancias de las personas, el tiempo y el lugar relevantes a tal efecto¹⁰⁴.

La segunda obligación se sustancia en la determinación de la calificación de los valores emitidos, de acuerdo con el baremo y las categorías fijadas por el evaluador, y en el tiempo pactado. El término ha de considerarse en este contrato esencial, de suerte que no se requiere intimación para generar la mora.

La tercera obligación básica es informar con anterioridad a la publicación de la calificación al emisor sobre la evaluación en aras de que se puedan recibir criterios útiles e imparciales de autocorrección del juicio, especialmente en caso de disconformidad con la calificación obtenida o asignación de un bajo nivel de rating.

Como consecuencia del incumplimiento de tales obligaciones contractuales por las agencias de calificación crediticia, se generará responsabilidad contractual frente a la emisora o quien hubiese contratado la prestación de servicios de evaluación y calificación, en los términos previstos en el art. 1011 del Código Civil.

¹⁰⁴ En concreto, los incumplimientos típicos de este deber de procesamiento de la información necesaria para realizar una calificación exacta, se suelen basar en la mala gestión de la información dada, en no requerir la información suficiente, en aceptar pasivamente la información de los directivos o en el examen insuficiente de los estados financieros.

3.2. Naturaleza de las obligaciones exigibles a las agencias de calificación

Dentro de la actividad típica de calificación de las agencias de calificación crediticia es posible diferenciar tanto obligaciones de medios como obligaciones de resultado¹⁰⁵:

Por una parte, las obligaciones que asumen las agencias de calificación crediticia frente a los emisores son en cuanto a su forma, obligaciones de resultado, en el sentido de que deben producir la calificación u opinión correspondiente en el plazo fijado, respondiendo en caso contrario.

Por otra parte, las obligaciones que asumen las agencias de calificación crediticia frente a aquellos emisores, y sobre todo, ante los inversores y el mercado financiero en general deben calificarse como obligaciones de medios, en cuanto al contenido sustancial de la opinión emitida. Ello es así porque las agencias no garantizan la solvencia futura de los emisores bien calificados, de modo que la insolvencia de éstos no determina de forma automática la responsabilidad de las agencias de calificación crediticia frente a los inversores que adquirieron los valores de renta fija cuyos intereses no se pueden abonar o cuyos principales no cabe amortizar a causa de aquella insolvencia; sino que habrá que atender a las circunstancias que rodearon la calificación para verificar si, por ejemplo, en función de la información que facilitó el emisor a la agencia o de la disponible en el mercado, la insolvencia era posible, probable, previsible o inminente en el momento de emitirse la opinión. Cuanto más se acerque a la inminencia la insolvencia del emisor, más se aproximará a la negligencia grave la conducta de la agencia de calificación crediticia que emitió una buena calificación de aquel o de los instrumentos financieros emitidos u originados.

¹⁰⁵ Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 273.

IV. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. RESPONSABILIDAD CIVIL

La responsabilidad civil exigible a las agencias de calificación crediticia puede ser de tipo contractual (por incumplimiento de las obligaciones asumidas en un contrato de calificación) o extracontractual (por los daños causados a un tercero interviniendo culpa o negligencia). A este respecto, debe tomarse en consideración que las demandas de responsabilidad civil que se han interpuesto hasta el momento contra las agencias calificadoras han surgido de inversores que se han considerado perjudicados por las calificaciones de ciertos emisores o instrumentos financieros emitidas por las mismas. Se trata, por tanto, de exigencias de responsabilidad extracontractual, porque entre el inversor demandante y la agencia demandada no existe un previo contrato de calificación o asesoramiento.

En relación con lo anterior, hay que tomar como punto de partida la incorporación al Reglamento de 2009 de un Título III bis (integrado por un único artículo 35 bis) que regula la responsabilidad civil de dichas agencias, sin perjuicio de otras reclamaciones de responsabilidad civil que puedan interponerse conforme a los ordenamientos nacionales, y que delimita su legitimación activa por referencia bien a los inversores, que han tomado decisiones de inversión o desinversión basándose en calificaciones crediticias o bien a los emisores, que se han visto dañados por una determinada calificación crediticia sin haber proporcionado información inexacta o engañosa a la agencia calificadora o al público en general. Asimismo, el Derecho que rijan el procedimiento será el de cada Estado miembro, por tanto, dado que en España nada se ha establecido, será aplicable el régimen general de responsabilidad.

Al hilo de estas consideraciones, procede llamar la atención sobre la interposición de demandas de responsabilidad civil contra las agencias de calificación crediticia, aún cuando no tenemos noticia de que en nuestro país haya acaecido¹⁰⁶, sí ha sucedido en

¹⁰⁶ En nuestro país, por el momento, los clientes insatisfechos han hecho valer judicialmente sus derechos contra las entidades que comercializaron los productos ruinosos. Se trata de sentencias interesantes que, de dar alguna satisfacción al frustrado inversionista, lo hacen por la vía del incumplimiento por parte del banco o Caja del deber de información o hasta por la vía de la nulidad del contrato por vicios del consentimiento, en concreto, por error. Así, entre otras, la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 1 de Madrid de 2 de septiembre de 2009, y la Sentencia del Juzgado de

los EE.UU.¹⁰⁷ y recientemente en Australia, dado que la Corte Federal de Australia dictó sentencia el 5 de noviembre de 2012, en el asunto «Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (no 5) [2012] FCA 1200». Esta sentencia ha tenido un enorme eco en los mercados financieros internacionales, tanto porque afectó a una de las tres grandes agencias de calificación crediticia, en concreto Standard & Poors, como porque se trata de un caso paradigmático en el que han confluído algunos de los aspectos más problemáticos de la actividad de estas entidades: calificaciones indebidamente generosas de instrumentos estructurados de una complejidad extrema, metodología de calificación defectuosa, información engañosa sobre la calificación concedida e influencia distorsionadora del banco originador y calificador del instrumento calificado¹⁰⁸.

Por otra parte, conviene tener presente que las grandes agencias de calificación tienen establecidos departamentos y servicios de reclamaciones que actúan, de hecho, como mecanismos preventivos de reclamaciones de responsabilidad ante los Tribunales¹⁰⁹. También tiene gran relevancia práctica la posibilidad de concertar un seguro que cubra esta responsabilidad civil de forma tal que, a cambio del pago de una prima, la agencia pueda desplazar el riesgo al patrimonio de la aseguradora.

Primera Instancia de Badajoz, de 24 de noviembre de 2009. Véase YZQUIERDO TOLSADA, M., «Rating y responsabilidad civil. Una primera reflexión», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 258 y ss.

¹⁰⁷ El 5 de febrero de 2013, el Gobierno de los EE.UU. demanda a Standard & Poors por defraudar a los inversores al otorgar la máxima calificación crediticia a determinadas obligaciones hipotecarias entre marzo y octubre de 2007. *Vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., «Conclusiones de la Jornada», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 272.

¹⁰⁸ El análisis de esta Sentencia resulta extremadamente ilustrativo de las circunstancias que pueden conducir a exigir la responsabilidad civil a las ACCs por los daños ocasionados por las calificaciones defectuosas que hayan podido divulgar, directa o indirectamente, en el mercado financiero, véase TAPIA HERMIDA, A.J., «La Sentencia de la Corte Federal de Australia de 5 de noviembre de 2012 sobre la responsabilidad civil de Standard & Poors por la indebida calificación de un instrumento financiero estructurado», en *RDBB*, nº 129, enero-marzo 2013, pp. 315 y ss. Asimismo, *vid.* FEDERAL COURT OF AUSTRALIA, «Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200». Accesible en [http://www.judgments.fedcourt.gov.au/judgments/Judgments/fca/single/2012/2012fca1200/J121200.pdf#search=%22\[/Judgments/\]d=5nov2012%22](http://www.judgments.fedcourt.gov.au/judgments/Judgments/fca/single/2012/2012fca1200/J121200.pdf#search=%22[/Judgments/]d=5nov2012%22) (fecha del último acceso 24 de abril de 2014).

¹⁰⁹ Así, el apartado 2.16 del «*Fitch Rating Code of Conduct*» establece los sistemas de atención de las reclamaciones externas, encauzándolas a través de los directivos regionales.

1.1 Requisitos para el nacimiento de la responsabilidad civil

Para que nazca la responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia, quien la reclame deberá acreditar que concurren los tres requisitos siguientes, comunes a la exigencia de responsabilidad contractual y extracontractual¹¹⁰: acción u omisión dolosa o culposa, daño patrimonial y relación de causalidad.

A) Acción u omisión dolosa o culposa

Es necesario que la agencia de calificación crediticia haya realizado una acción u omisión dolosa o culposa, sustentada en un incumplimiento, total o parcial, o un cumplimiento defectuoso, de las obligaciones legales o convencionales que le resulte imputables a título de dolo o culpa. Las obligaciones incumplidas por las agencias de calificación crediticia pueden tener su origen tanto en una regulación pública (por ejemplo, en una ley o reglamento regulador de las agencias de calificación crediticia) como en un pacto privado (por ejemplo, en un contrato de calificación o en un acuerdo de confidencialidad celebrado con un emisor), o incluso en un código de conducta asumido por la propia agencia, incorporando las previsiones del Código de la IOSCO. En este último supuesto, la asunción pública de tal código hace que sus previsiones sean exigibles por cualquier partícipe del mercado con un interés legítimo. Una vez que esos principios y medidas son adoptados por las propias agencias de calificación crediticia, como deberes de conducta a través de sus propios códigos de conducta, integrarían la *lex artis* jurídicamente exigible en la actividad de calificación que permitirá generar ante su incumplimiento, por acción u omisión, total o parcial, o un cumplimiento defectuoso a título de dolo o culpa, el nacimiento de la responsabilidad civil correspondiente a cargo de las agencias. Ello se debe a que el incumplimiento de esas normas dirigidas a garantizar la calidad de la prestación de la actividad calificadora, mediante la imposición de obligaciones deviene en vinculante al incorporarse automáticamente al contenido de los contratos de calificación que pueda tener suscrito con los emisores calificados¹¹¹, así como a la diligencia exigible por el mercado financiero en general¹¹².

¹¹⁰ Véase DIEZ PICAZO, L., *Derecho de daños*, Civitas, Madrid, 1999, pp. 41, 287 a 290, 323 y ss. En el mismo sentido, véase DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial V, la responsabilidad civil extracontractual*, Civitas, Madrid, 2011, pp. 253 y ss.

¹¹¹ En efecto, se incorpora automáticamente al contenido de los contratos de calificación mediante el recurso a la buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 CC y art. 57 CCom) y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia

Por otro lado, quien exija la responsabilidad civil deberá acreditar que se ha producido un incumplimiento (por ejemplo, la falta de una calificación solicitada por un emisor o el retraso esencial en la misma) o un cumplimiento defectuoso (por ejemplo, una calificación que se demuestre errónea conforme a la metodología establecida por la propia agencia), y que aquellos son imputables a la agencia de calificación crediticia a título de dolo o culpa, pudiendo ser esta última leve o grave, para lo cual se atenderá a la desviación de la agencia o sus analistas en la actuación calificadora respecto de la diligencia profesional que les resulta exigible.

B) Daño patrimonial

Asimismo, el inversor o emisor demandante debe haber sufrido un daño patrimonial, concepto amplio que abarca tanto el daño emergente, relativo al valor de la pérdida que se haya sufrido, como el lucro cesante, vinculado a la ganancia dejada de obtener, e incluso el daño moral en el sentido de la lesión a la reputación del emisor que se ve injusta y erróneamente calificado en su solvencia¹¹³.

C) Relación de causalidad

Finalmente, en la jurisprudencia del Tribunal Supremo se ha mantenido de modo constante la tesis de que la existencia de una relación de causalidad entre la conducta del agente y el daño, constituye un requisito necesario para que se origine la responsabilidad civil. Por ello, en el presente supuesto, será imprescindible una relación

específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien pudo confiar en ella vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinando así, que su práctica se torne inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica. Entre otras, *vid.* STS de 29 de enero de 1965 (RJ 1965\262), 2 de febrero de 1996 (RJ 1996\1081) y 3 de octubre de 1998 (RJ 1998\7326).

¹¹² Esta connotación profesional de la diligencia que les resulta exigible hace que respondan en forma de culpa leve *in concreto*, esto es, la profesionalidad se incluye entre las exigencias de la naturaleza de la obligación incumplida y las circunstancias de las personas, el tiempo y el lugar relevantes a tal efecto (art. 1104 CC). Respecto a la diligencia profesional exigible *vid.* TAPIA HERMIDA, A.J., «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia», en *Perspectivas del sistema financiero*, nº 103, 2011, pp. 18 y ss.

¹¹³ véase DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial V, la responsabilidad civil extracontractual*, Civitas, Madrid, 2011, pp. 293 y ss.

de causalidad eficiente entre el acto dañoso de la agencia y el daño sufrido por el inversor o emisor que le exija responsabilidad¹¹⁴.

Ahora bien, pese a su simple formulación, el problema que se plantea en esta materia es muy complejo en tanto que todo fenómeno que se verifica en un determinado momento, y del cual se busca la causa, no está precedido de un solo antecedente sino de varios, siendo preciso decidir cuál de ellos reviste el papel de causa. Para resolver esta cuestión se han formulado en la doctrina diferentes construcciones teóricas en el campo del Derecho penal, limitándose la doctrina civil a recibirlas y a aplicarlas al de la responsabilidad de esta índole¹¹⁵. La posición del Tribunal Supremo es favorable al arbitrio judicial, que ha de establecer el nexo causal inspirándose en la valoración de las condiciones o circunstancias que el buen sentido señale en cada caso como índice de responsabilidad dentro del infinito encadenamiento de causas y efectos¹¹⁶. Pero ahora bien, esta discrecionalidad se atenúa con la doctrina jurisprudencial que establece que no cabe en el terreno jurídico estimar como no eficiente la causa que, de modo indubitado, prepare, condicione o complete la acción de la causa última, actuando tales concausas, respectivamente, como mediata o inmediatamente originadoras del evento dañoso que se produjo¹¹⁷.

Asimismo, cabe señalar que para estudiar la relación de causalidad en los casos que estamos analizando, habitualmente se trata de daños patrimoniales en donde la causalidad natural juega un papel muy limitado, más bien lo que se examina es la relación de causalidad puramente social y humana. De esta forma, es destacable el papel

¹¹⁴ véase DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial V*, cit., pp. 357 y ss.

¹¹⁵ A grandes rasgos, las múltiples teorías formuladas pueden diferenciarse en dos grupos. El primero de ellos está regido por el principio de que no puede hacerse diferenciación entre los diversos antecedentes que pueden confluir en el resultado dañoso, todos tendrán el rango de concausas, siempre que se cumpla el siguiente postulado: la causa es condición *sine qua non* del daño, es decir, aquel de los elementos que si hubiera faltado, el resultado dañoso no se hubiera producido (teoría de la equivalencia de las condiciones). Otro grupo está constituido por las teorías que destacan dentro del conjunto de antecedentes uno o varios de ellos para conceptuarlos como causa del resultado, sin embargo, las posiciones de los autores varían cuando se trata de establecer el criterio de selección: un sector sigue el de la adecuación (teoría de la causa adecuada), estimando como causa del daño el antecedente que es probable, posible o razonable que lo ocasione; otro sector entiende que el hecho más próximo al daño debe ser su causa (teoría de la causa próxima); y finalmente, otros mantienen que el hecho más eficiente es el decisivo (teoría de la causa eficiente), aunque las opiniones sobre la eficiencia son discrepantes, pues o bien se detecta el hecho más activo, o en el que tiene en sí mismo la fuerza determinante para producir el daño tal y como se ha dado.

¹¹⁶ Vid. las Sentencias del Tribunal Supremo de 22 de octubre de 1948 (RJ 1948\1211) y 21 de diciembre de 1981 (ROJ 1981\4813).

¹¹⁷ Vid. las Sentencias del Tribunal Supremo de 4 de junio de 1980 (RJ 1980\2399) y 23 de septiembre de 1988 (RJ 1988\7252).

que juega la estimación de que resulte razonable y justificado considerar que si no se hubiese actuado en tal sentido, el daño no se habría producido. Así pues, la secuencia causal es habitualmente la misma, basándose en que la calificación falsa, incorrecta o errónea emitida por la agencia de calificación, y producida como consecuencia de la desviación de su actuación calificadoras respecto de la diligencia profesional que les resultaba exigible, produce daño en el mercado sobre el emisor o sobre el inversor. Sin embargo, si por el contrario la agencia de calificación probara que no es razonable y justificado que el daño sufrido fuese imputable al comportamiento de la misma, la relación de causalidad se rompería, no siendo exigible responsabilidad civil.

Como consecuencia de lo anterior, se pone de manifiesto que concurriendo todos aquellos presupuestos surgiese la obligación de la agencia de calificación crediticia de indemnizar al inversor¹¹⁸ o al emisor por los daños y perjuicios causados¹¹⁹.

1.2. Cláusulas de exoneración de responsabilidad predispuestas por las agencias de calificación crediticia

El examen de los Códigos de Conducta vigentes y de los informes y calificaciones crediticias de las principales agencias de calificación crediticia que operan a nivel global nos permite diferenciar dos tipos de cláusulas relevantes para determinar su responsabilidad¹²⁰.

¹¹⁸ Ello como consecuencia de haber considerado a la ACCs como civilmente responsable de forma extracontractual, en función del deber que tienen aquellas entidades de actuar con la diligencia de un profesional experto en el mercado, para que dependiendo de las circunstancias de las personas, el tiempo y el lugar se proceda a efectuar de una forma óptima el procedimiento de evaluación de la emisora o el valor calificado en aras de que la calificación finalmente emitida resulte posible, probable y previsible.

¹¹⁹ La regulación de la responsabilidad civil de las ACCS está contenida en el Reglamento (UE) núm. 462/2013 que añade un título III bis sobre «responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia» integrado por un único artículo 35 bis que establece que: «Si una agencia de calificación crediticia ha cometido de forma deliberada o por negligencia grave alguna de las infracciones enumeradas en el anexo III que afecte a una calificación crediticia, los inversores o emisores podrán reclamar a dicha agencia de calificación por los daños y perjuicio que hayan sufrido a causa de tal infracción». Se trata de un tipo específico de responsabilidad civil que no excluye otras reclamaciones de responsabilidad civil que puedan interponerse conforme a los Ordenamientos nacionales y que delimita su legitimación activa por referencia, bien a los inversores que han tomado decisiones de inversión o desinversión basándose en calificaciones crediticias, o bien a los emisores que se han visto dañados por una determinada calificación crediticia sin haber proporcionado información inexacta o engañosa a la agencia calificadora o al público en general.

¹²⁰ Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 269 y ss.

A) Cláusulas que delimitan el alcance de las calificaciones crediticias

Por un lado, encontramos cláusulas que delimitan el alcance de las calificaciones crediticias y los presupuestos de su emisión. No se trata de cláusulas exoneratorias de responsabilidad de las agencias de calificación crediticia en sentido propio, porque aquella responsabilidad no nacería aun cuando tales cláusulas no estuvieran predisuestas, sin perjuicio de ello, cumplen una función didáctica importante.

En esta categoría podemos incluir las manifestaciones presentes tanto en los Códigos de Conducta de las grandes agencias como en todos los informes o calificaciones que emiten, dejando constancia expresa de que sus informes o calificaciones son opiniones y no son constataciones de hechos susceptibles de verificación, o recomendaciones de comprar, vender o mantener en cartera unos valores determinados.

B) Cláusulas que excluyen ciertas obligaciones

Por otro lado, encontramos las cláusulas que excluyen expresamente determinadas obligaciones, y por consiguiente responsabilidades, de las agencias de calificación. Aun cuando este segundo tipo de cláusulas pueden calificarse de exoneratorias en sentido propio, cabría distinguir las que excluyen obligaciones de las agencias que ni la ley ni un contrato les impone, con lo que seguirían teniendo un carácter didáctico; de aquellas que les exoneran de cumplir determinadas obligaciones que le incumben. A su vez, si tales obligaciones vienen impuestas a las agencias por normas imperativas, su exoneración no será válida y la cláusula será nula, mientras que si se les imponen por contratos, serán válidas en tanto no pretendan exonerarles por actos dolosos o gravemente negligentes. En esta segunda categoría podríamos incluir las cláusulas que algunas de las agencias que operan a nivel global incluyen en las introducciones de sus Códigos, las cuales establecen que no pretenden asumir ni asumen responsabilidad alguna, que su contenido no integra contrato alguno, que no otorgan derechos a ningún tercero y que pueden modificarlo discrecionalmente.

También podemos incluir las cláusulas en las que se eximen expresamente de cualquier deber de investigación informativa y de cualquier responsabilidad que pudiera derivar de una calificación inadecuada debida al suministro de información errónea por el emisor en cuestión. En este sentido, las agencias afirman que sus calificaciones crediticias descansan sobre la información suministrada por los emisores o sus

representantes que la propia agencia considera fiable, sin que ello implique verificación independiente de la información suministrada.

En particular, las agencias de calificación declaran que no responden frente a ninguna persona o entidad de cualquier daño total o parcialmente debido a un error negligente o de otro tipo u otra circunstancia o contingencia dentro o fuera del control de la agencia o de cualquiera de sus administradores, empleados o agentes relativos a la recepción, análisis, interpretación, comunicación, publicación o entrega de la información.

C) Límites de su validez

La validez y eficacia de este tipo de cláusulas exoneratorias están sujetas a los siguientes límites:

En general y en cuanto a la responsabilidad civil, está sujeta a los límites generales que impiden la exoneración anticipada de la responsabilidad civil por dolo o culpa grave, y la admiten para los casos de culpa leve (art. 1102 del Código Civil). En particular, en el Derecho comunitario europeo, el Reglamento (CE) nº 1060/2009 establece una serie de deberes de examen de la información relevante por parte de las agencias, como parte de sus métodos de calificación que resultan exigibles, así como el cumplimiento de los requisitos organizativos y operativos contenidos en el Anexo I¹²¹.

Asimismo, forman parte del acervo internacional de diligencia de las agencias de calificación algunas medidas relevantes a este respecto contenidas en los apartados 1.1 y 1.6 del Código de IOSCO, que imponen el establecimiento de procedimientos que garanticen que toda la información disponible para las agencias que sea relevante para calificar un emisor o un valor se refleje en dicha calificación, y que las agencias se esfuercen en evitar que sus opiniones y análisis contengan errores o engaños sobre la solvencia de un emisor o de una obligación.

¹²¹ En concreto el art. 8.2 dispone que «Las agencias de calificación crediticia adoptarán, aplicarán y harán cumplir medidas adecuadas para velar por que las calificaciones crediticias que emitan se basen en un análisis completo de toda la información de que dispongan y que sea pertinente para su análisis con arreglo a sus métodos de calificación. Adoptarán cuantas medidas resulten necesarias para que la información que utilicen a efectos de la asignación de una calificación crediticia sea de suficiente calidad y provenga de fuentes fiables».

2. RESPONSABILIDAD ADMINISTRATIVA

En el plano administrativo, estas agencias podrán ser sancionadas por los poderes públicos en dos casos¹²²: en primer lugar, cuando infrinjan las normas que configuran su estatuto jurídico especial, contenidas en el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, y en sus normas comunitarias y nacionales de desarrollo y aplicación; en segundo lugar, cuando infrinjan las normas de conducta típicas del mercado de instrumentos financieros, fundamentalmente contenidas en las normas que trasponen la Directiva 2003/6/CE sobre operaciones con información privilegiada y abuso de mercado, respecto de la que está siendo tramitada una modificación¹²³.

2.1. Responsabilidad administrativa por infracción de su estatuto jurídico

En términos generales, la expresión última del control público de las agencias de calificación es el régimen sancionador, porque de su existencia depende que los deberes que se imponen a éstas den lugar a obligaciones perfectas, esto es, que conlleven consecuencias jurídicas adecuadas en caso de incumplimiento.

En particular, en el Derecho comunitario, el subsistema sancionador que establece el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, teniendo carácter imperativo y no precisando adaptaciones de sus mandatos por los Ordenamientos de los Estados miembros con carácter general; «deslegaliza» el régimen sancionador, determinando los requisitos generales que deben cumplir los sistemas nacionales¹²⁴.

¹²² Véase TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 282 a 286.

¹²³ El Consejo Europeo ha dado su visto bueno a la propuesta de Reglamento sobre abuso del mercado y a la propuesta de Directiva sobre sanciones penales por abuso de mercado, que ya habían recibido el apoyo del Parlamento el pasado 10 de septiembre de 2013 y el 4 de febrero de 2014, respectivamente. En este sentido, véase COMISION EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado*, (COM, 2011, 651 final), 20 octubre 2011; y COMISION EUROPEA, *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre sanciones penales por abuso de mercado*, (COM, 2011, 654 final), 20 octubre 2011.

¹²⁴ En efecto, establece su implantación necesaria por los Derechos estatales diciendo que los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicable a las infracciones de lo dispuesto en el Reglamento y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su aplicación; establece las pautas generales para la tipificación de las infracciones cuando dice que «se preverán sanciones como mínimo para los casos de falta profesional grave y aquellos en los que haya actuado con negligencia»; señala las características generales que deben reunir las sanciones cuando dice que «las sanciones establecidas serán efectivas, proporcionadas y disuasorias»

Por lo tanto, esta primera responsabilidad administrativa en la que pueden incurrir las agencias nacerá, en el ámbito de la UE, de las infracciones que cometan de los deberes estructurales y funcionales, organizativos y operativos que impone el Reglamento (CE) núm. 1060/2009 conforme al catálogo de tales infracciones que establezcan, en cada caso, los Estados comunitarios. Asimismo, el Anexo II del Reglamento (UE) núm. 462/2013, modifica la lista de las infracciones típicas que pueden cometer las agencias de calificación crediticia, enumerando setenta y tres posibles infracciones que describen de manera acotada los posibles incumplimientos, las cuales se dividen en tres categorías: cincuenta y cuatro infracciones relativas a conflictos de interés y requisitos organizativos y de funcionamiento, ocho incumplimientos relacionados con obstáculos a la actividad de supervisión y once infracciones en relación con las obligaciones de transparencia¹²⁵.

2.2. Responsabilidad administrativa por infracción de las normas de conducta en el mercado de instrumentos financieros

Cuando nos referimos a la regulación de las agencias de calificación crediticia en el Derecho comunitario y, por ende, en el Derecho español, debemos advertir que, junto al Reglamento (CE) núm. 1060/2009 que se ocupa de su estatuto personal, existen otras normas, con forma de Directivas, que afectan a determinados sectores de la actividad de éstas. El más destacado es, sin duda, el régimen de las Agencias de Calificación Externa (ECAI) como evaluadores externos del riesgo crediticio de las entidades de crédito a los efectos de evaluar su solvencia que deriva de la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión¹²⁶. Dicha normativa regula entre otros aspectos: los requisitos y el régimen de autorización de la actividad, el ejercicio de la libertad de establecimiento y de la libre prestación de servicios por entidades autorizadas¹²⁷, el régimen de supervisión, criterios técnicos relativos a la organización y el tratamiento de riesgos...

¹²⁵ Véase GARCÍA ALCUBILLA, R., «La supervisión de las agencias de rating en Europa», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 219 y ss.

¹²⁶ DOUE L nº 176, de 27 de junio de 2013, págs. 338 a 433.

¹²⁷ Ello como consecuencia del principio de pasaporte comunitario.

Se prevé su desarrollo mediante un amplio conjunto de normas técnicas elaboradas por la Autoridad Bancaria Europea y aprobadas por la Comisión¹²⁸.

Asimismo, el Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales uniformes y directamente aplicables a las entidades de crédito y las empresas de inversión¹²⁹, contiene los requisitos prudenciales aplicables a las entidades de crédito, necesarios para un correcto funcionamiento de los mercados de servicios bancarios y financieros, así como para garantizar la estabilidad financiera de los operadores en esos mercados y un elevado grado de protección de los inversores y los depositantes. Por otro lado, recoge los requisitos mínimos de fondos propios, límites de exposición de riesgo, requisitos mínimos de liquidez y normas de transparencia.

Las dos normas anteriormente citadas incorporan los Acuerdos de Basilea III, resultando esenciales para el avance en la creación de una normativa bancaria única en materia de solvencia, en aras de constituir la Unión Bancaria. Además, nuestro Derecho ha sido adaptado con urgencia para incorporar la Directiva y el Reglamento a través del Real Decreto Ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras¹³⁰.

También hay que recordar que la actividad calificadoradora puede incidir en el campo de las normas de conducta del mercado de instrumentos financieros. En general, la actividad típica de las agencias puede ser ocasión o instrumento para la comisión de las infracciones administrativas relacionadas con la información en el mercado de valores, por cuanto ésta es la materia prima que sirve para elaborar las opiniones de calificación. El riesgo de que las agencias abusen de información privilegiada en forma de comunicación de aquella a la que han accedido por razón de su actividad nace de la tentación de comunicar a los suscriptores de sus calificaciones la información confidencial que les comunican los emisores calificados. Asimismo, las agencias

¹²⁸ Por ejemplo, el Reglamento Delegado de 4 de marzo de 2014, por el que se complementa la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta a las normas técnicas de regulación en relación con los criterios cualitativos y los criterios cuantitativos adecuados para determinar las categorías de personal cuyas actividades profesionales tienen una incidencia importante en el perfil de riesgo de una entidad.

¹²⁹ DOUE L nº 176, de 27 de junio de 2013, págs. 1 a 337.

¹³⁰ Véase BOE núm. 287, de 30 de noviembre de 2013, págs. 95352 a 95373. Por otra parte, se está tramitando en el Congreso de los Diputados, el Proyecto de Ley de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, véase BOCG serie A, núm. 80-1, de 14 de febrero de 2014.

calificadoras también tienen capacidad para manipular cotizaciones mediante calificaciones fraudulentas¹³¹.

En el Derecho comunitario, el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, entre los requisitos de organización y operativos que integran las condiciones de registro de las agencias, exige que establezcan en su seno canales de información y mecanismos de salvaguarda de la documentación e información —que será con frecuencia privilegiada— a la que acceden o generan y que aquel Reglamento reconoce que las agencias están sujetas a la Directiva 2003/6/CE, sobre operaciones con información privilegiada y abuso de mercado, sin embargo, tal como hemos apuntado anteriormente, existe una modificación en curso que implica entre otras cosas: la prohibición expresa de los intentos de manipulación de mercado, se califica como delito las operaciones con información privilegiada en grado de tentativa, los derechos de emisión se reclasifican como instrumentos financieros y se introduce una definición específica de información privilegiada para este ámbito¹³².

En el Derecho español en particular, la responsabilidad administrativa de una agencia de rating puede nacer, fundamentalmente, de la infracción de las normas de conducta contenidas en el Título VII de la LMV que rigen la actuación de dos tipos de sujetos:

Por un lado, las normas de conducta dirigidas a cuantas personas físicas o jurídicas actúen en el mercado de valores en general. En este sentido, existen dos normas de conducta que afectan especialmente a la actividad de las agencias:

¹³¹ En la doctrina resultan particularmente elocuentes las palabras de PÉREZ CARRILLO, E., «La responsabilidad social en la elaboración y uso de las calificaciones crediticias otorgadas por las Agencias de Rating: luces, sombras y propuestas de mejora», en *RDMV*, nº 11, julio- diciembre 2012, pp. 69 y ss., cuando en su estudio dice: «Diversos estudios confirman que las acciones de las empresas cuya calificación crediticia es rebajada presentan caídas en bolsa ... pero los estudios empíricos no muestran evidencia sobre lo contrario, esto es, que suban las acciones de una empresa cuyo rating es mejorado»

¹³² Respecto a la nueva normativa comunitaria sobre abuso de mercado que se está tramitando, el Consejo Europeo ha dado su visto bueno a la propuesta de Reglamento sobre abuso del mercado y a la propuesta de Directiva sobre sanciones penales por abuso de mercado, que ya habían recibido el apoyo del Parlamento el pasado 10 de septiembre de 2013 y el 4 de febrero de 2014, respectivamente. En este sentido, véase COMISION EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado*, (COM, 2011, 651 final), 20 octubre 2011; y COMISION EUROPEA, *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre sanciones penales por abuso de mercado*, (COM, 2011, 654 final), 20 octubre 2011.

En primer lugar, la prohibición de abusar de la información privilegiada de que se disponga según lo establecido en el art. 81 de la LMV¹³³; prohibición que adquiere un significado especial en el caso de las agencias porque, según vimos en los epígrafes precedentes, la elaboración de sus opiniones conlleva con frecuencia el acceso a información confidencial que le comunican los emisores de los valores calificados. Por ello, existe un riesgo especial de que las agencias de calificación puedan incurrir en los tipos de infracciones muy graves previstos en las letras o y o bis del art. 99 de la LMV o en los de infracciones graves previstos en las letra x y x ter del art. 100 de la misma LMV.

En segundo lugar, también están especialmente sujetas a la prohibición de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios de los valores en el mercado, establecida en el art. 83 ter de la LMV. En particular, las agencias calificadoras son un grupo de alto riesgo en relación con las prácticas de manipulación informativa previstas en la letra c del apartado 1 del citado art. 83 ter de la LMV. En consecuencia, existe un riesgo especial de que las agencias de calificación cometan la infracción muy grave tipificada en la letra i del art. 99 de la LMV o la infracción grave tipificada en la letra w del art. 100 de la misma LMV.

Por otro lado, las normas de conducta que rigen la actuación de las entidades o grupos de entidades que actúen o presten «servicios de asesoramiento de inversión en los mercados de valores» (art. 83.1 LMV) o «que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados» (art. 83.2 LMV). Procede recordar, a estos efectos, que las agencias no pueden calificarse, en sentido propio, como asesores de inversiones, sin perjuicio de que puedan prestar servicios accesorios de asesoramiento de inversiones y de que puedan extralimitar, en ciertos casos, sus opiniones para incluir recomendaciones, implícitas o explícitas, de inversión. Por ello, considerando tanto estos casos de eventual extralimitación de su actividad de calificación como el hecho de que las calificaciones puedan calificarse, en determinados casos, sustancialmente como informes sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados, las agencias estarán sujetas específicamente a las normas de conducta antes reseñadas. Y en consecuencia con lo anterior, existe el riesgo específico de que incurran en el tipo de

¹³³ En relación al abuso de información privilegiada véase HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada...*, *passim*.

infracción muy grave previsto en la letra o bis) del art. 99 de la LMV o en el de infracción grave previsto en la letra x ter) del art. 100 de la misma LMV.

Con respecto a cuál es el mecanismo jurídico de tutela que se adopta desde el marco europeo para procurar el efectivo cumplimiento de las obligaciones impuestas por la legislación europea, hay que indicar que viene configurado a través de un sistema de supervisión, inspección y sanción, en el que corresponde a la Autoridad Europea de Valores y Mercados el deber de velar por la aplicación de la misma, mediante la atribución de una serie de facultades. Entre ellas destacan, la imposición de multas, cuya cuantía de base viene determinada por el Reglamento¹³⁴; multas coercitivas que equivaldrán al 3% del volumen de negocios diario medio del ejercicio anterior, o en el caso de las personas físicas, al 2% de su renta diaria media del ejercicio anterior¹³⁵; y la adopción de decisiones concretas tales como: proceder a la baja registral, exigir a la agencia que ponga fin a la infracción o publicar avisos¹³⁶.

En el Derecho español, la Ley 15/2011, sobre Agencias de Calificación Crediticia, concreta las facultades de supervisión y sanción de la CNMV como autoridad nacional responsable del control público de estas agencias, y crea un registro de las agencias de calificación crediticia establecidas en España, modificando parcialmente para ello los arts. 84, 85, 91, 92, 95, 99, 101, 102 y 104 de la LMV, con especial atención a la cooperación de la CNMV con las autoridades competentes de otros estados miembros de la Unión Europea. En concreto, la CNMV supervisará a las agencias establecidas en España, a las personas que participen en las actividades de calificación, a las entidades calificadas o terceros vinculados, a las entidades que hayan subcontratado a las agencias para realizar alguna de sus funciones o actividades y, en general, a las personas

¹³⁴ Sobre la cuantía de base de las multas, *vid.* art. 36 bis del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

¹³⁵ La multa coercitiva en función de lo determinado en el art. 36 ter del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, cuya cuantía se calculará a partir de la fecha indicada en la decisión por la que se imponga la multa coercitiva.

¹³⁶ Desde el art. 24 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establece que cuando una ACC haya cometido una de las infracciones enumeradas en el anexo III, la Junta de Supervisores de la ESMA, adoptará una de las siguientes decisiones: proceder a la baja registral de la ACC; prohibir temporalmente a la ACC la emisión de calificaciones crediticias con efectos en toda la Unión, hasta que se ponga fin a la infracción; suspender el uso, con fines reglamentarios, de las calificaciones crediticias emitidas por la ACC, con efectos en toda la Unión, hasta que se ponga fin a la infracción; exigir a la ACC que ponga fin a la infracción; y publicar avisos.

relacionadas o conectadas de cualquier otra forma con las ACC o con las actividades de calificación crediticia¹³⁷.

3. RESPONSABILIDAD PENAL

Pese a que el Derecho Penal debe ir por detrás de las regulaciones civiles y administrativas, y éstas irán, de igual manera, a rebufo de las innovaciones tecnológicas en los mercados financieros, podemos afirmar que, si bien con anterioridad a las crisis financiera y de la deuda soberana, existía una tímida conciencia respecto de la necesidad de tutelar penalmente algunos de estos ámbitos, en las postrimerías, la necesidad de emplear el arma más coactiva del Estado resulta manifiesta, y ello porque se advierte la lesividad penal de determinadas conductas llevadas a cabo en el ámbito financiero¹³⁸.

Así las cosas, la actividad típica de las agencias de calificación crediticia puede constituir ocasión o instrumento para la comisión de delitos relacionados con el patrimonio y el orden socioeconómico¹³⁹.

En particular, en el Código Penal español podemos identificar ciertos delitos potencialmente relacionados con la actividad calificadora. En primer lugar, algunos de los delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico, tipificados en el Título XIII, tales como: delitos de extorsión (art. 243), de estafa (arts. 248 y ss.) societarios (art. 197) y de abuso de información privilegiada (art. 285). En segundo lugar, podemos identificar otros delitos como los de relevación de secretos (art. 197), las falsedades documentales (arts. 390 y ss.), o el tráfico de influencias (arts. 428 y ss.), cuando estemos ante la calificación de valores públicos.

¹³⁷ Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., «Naturaleza y funciones...», en *Perspectivas del sistema financiero*, nº 103, 2011, pp. 21.

¹³⁸ En este sentido se pronuncia GÓMEZ- JARA DÍEZ, C., «La protección penal transnacional de los mercados financieros», en *RDMV*, nº 13, julio- diciembre 2013, pp. 9 y ss.

¹³⁹ Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia...*, cit., pp. 286.

V. CONCLUSIONES

La existencia de las agencias de calificación crediticia responde al problema de la desigual información en poder de inversores y emisores. La presencia de expertos independientes especializados en el análisis del riesgo de crédito es además necesaria por la complejidad de algunos instrumentos financieros. Las agencias y los ratings han tenido un papel muy positivo en el desarrollo de los mercados y en la expansión del crédito, y son un instrumento necesario para el funcionamiento del sistema financiero, del que ya forman parte inseparable. Sin embargo, no todo son elementos positivos y, precisamente por la importancia que han adquirido unas y otros, los elementos negativos se han hecho más notorios y preocupantes.

El papel de las agencias en la gestación de la burbuja de deuda, el estallido de la crisis y su posterior evolución ha dado lugar a nueva regulación que pretende limitar los problemas derivados de su modelo de negocio y de la ausencia de responsabilidad. No debemos olvidar que los reguladores juegan un papel destacado en esta industria, ya que determinan en gran medida el correcto funcionamiento de las agencias calificadoras y, con ello, la calidad final de los ratings. No obstante, hasta el momento la regulación es de alcance limitado, y no entra en aspectos importantes como: el significado de los ratings y el alcance de su utilización.

Por un lado, cabe señalar que la reciente normativa europea ha introducido un régimen específico de responsabilidad civil de las agencias de calificación a través del Título III bis del Reglamento (UE) nº 462/2013, de 21 de mayo de 2013, compuesto por un único art. 35 bis, que no excluye otras reclamaciones de responsabilidad civil que puedan interponerse conforme a los ordenamientos nacionales, y que delimita su legitimación activa por referencia, bien a los inversores que han tomado decisiones de inversión o desinversión basándose en calificaciones crediticias, o bien a los emisores que se han visto dañados por una determinada calificación crediticia sin haber proporcionado información inexacta o engañosa a la agencia calificadora o al público en general.

Pese a ello, interesa advertir que la redacción final difiere de la Propuesta de Reglamento de 2011 porque «suaviza» notablemente la posición de las agencias calificadoras frente a las eventuales demandas de responsabilidad. Ello es así porque el texto que introduce el Reglamento de 2013 elimina mecanismos típicos de protección de los inversores en cuanto consumidores o usuarios de servicios financieros, como pue-

den ser: la inversión a su favor de la carga de la prueba o la irrenunciabilidad anticipada de sus derechos por el inversor, extremos ambos contemplados en aquella Propuesta¹⁴⁰. En efecto, el texto definitivo del artículo 35 bis retoma los principios clásicos de la responsabilidad civil por daños de tal modo que obliga al inversor o emisor que reclame la responsabilidad civil de una agencia a presentar información precisa y detallada sobre la comisión de una infracción del Reglamento y la aceptación de la calificación por la misma. En este mismo sentido, permite también la limitación anticipada de la responsabilidad civil de las agencias siempre que sea razonable y proporcionada y esté autorizada por el Derecho nacional aplicable.

Asimismo, el nacimiento de la responsabilidad civil por daños de una agencia de calificación crediticia exigirá la concurrencia de los tres requisitos clásicos: primero, que la agencia haya realizado un acto dañoso, entendido como un incumplimiento, por acción u omisión, total o parcial, de sus obligaciones legales o convencionales que le resulte imputable a título de dolo o culpa. Segundo, que el inversor o emisor demandante haya sufrido un daño patrimonial en concepto de daño emergente o lucro cesante. Tercero y último, que exista una relación de causalidad eficiente entre el acto dañoso de la agencia y el daño sufrido por el inversor o el emisor –público o privado– que le exija responsabilidad

Respecto a la responsabilidad administrativa, estas agencias podrán ser sancionadas cuando infrinjan las normas que configuran su estatuto jurídico especial, contenidas en el Reglamento (CE) núm. 1060/2009, cuya lista de infracciones típicas ha sido modificada por el Anexo II del Reglamento (UE) núm. 462/2013, y cuando infrinjan las normas de conducta típicas del mercado de instrumentos financieros, especialmente en relación con el uso de información privilegiada.

En conclusión, constatamos una vez más que, en esta materia de regulación de las agencias de calificación crediticia, como en tantas otras de la regulación de los mercados financieros, la normativa comunitaria avanza con paso decidido hacia una exuberancia normativa que dificulta notablemente su comprensión e incluso su mero conocimiento. En este sentido, la técnica de Reglamentos (en nuestro caso de 2013) que

¹⁴⁰ La Propuesta determinaba que «si un inversor establece hechos de los que pueda inferirse que una agencia de calificación ha cometido alguna de las infracciones enumeradas en el anexo III, corresponderá a la agencia demostrar que no ha cometido tal infracción o que esta no afecta a la calificación crediticia emitida» (art. 35 bis.4). Asimismo disponía que «la responsabilidad civil a que se refiere el apartado 1 no podrá excluirse o limitarse de antemano mediante un acuerdo. Toda cláusula de un acuerdo de este tipo que excluya o limite de antemano la responsabilidad civil será nula de pleno derecho» (art. 35 bis.5).

modifican Reglamentos (de 2009), previamente modificados por otros Reglamentos (de 2011), si bien es cierto que puede venir impuesta por el propio dinamismo del mercado financiero, no parece la más adecuada para garantizar la seguridad jurídica de la estructura regulatoria, pareciendo que, en algunas ocasiones, las reformas obedecen a impulsos.

Por otro lado, la implantación del estatuto jurídico de las agencias de calificación crediticia en nuestro ordenamiento viene determinada por la Ley 15/2011, de 16 de junio, que concreta las facultades de supervisión y sanción de la CNMV, con especial atención a la cooperación de ésta con las autoridades competentes de otros Estados miembros de la UE, y modifica parcialmente la LMV insertando un catálogo de infracciones de normas de conducta. La legislación española refleja de manera muy clara la paradoja que acompaña a las agencias de rating: son denostadas a la vez que la regulación refuerza su importancia en el normal funcionamiento de los mercados financieros, al convertir sus calificaciones en el presupuesto normativo de aspectos fundamentales del régimen de inversiones.

La globalización de la economía, la internacionalización de los mercados financieros y el carácter multinacional de algunas agencias de calificación crediticia, imponen cambios drásticos que no pueden ser abordados desde una perspectiva exclusivamente nacional. Es imprescindible una coordinación supranacional de las políticas a desarrollar, una armonización al menos básica de las regulaciones, y una cooperación estrecha entre las autoridades nacionales, que posibilite una transición desde un escenario variado de legislaciones y supervisores a un sistema coherente basado en unos principios normativos básicos comunes, mínimamente convenidos y aplicados por reguladores eficaces que cooperan estrechamente entre sí. En la actualidad, a escala global, solo existen un conjunto de norma blandas no vinculantes (*soft law*) cuya finalidad es el acercamiento entre las normativas nacionales, más que la creación de auténticas normas internacionales. En cualquier caso, el papel de IOSCO de seguir garantizado la coherencia de las regulaciones relativas a las agencias de calificación crediticia de las distintas jurisdicciones, mediante revisiones y actualizaciones regulares del Código, tiene una importancia crucial para que los participantes en el mercado puedan seguir teniendo confianza en la fiabilidad de las calificaciones proporcionadas por las agencias de calificación crediticia.

Por todo lo anterior, parece aconsejable la creación de un organismo internacional que tendría dos funciones principales: la primera sería establecer las pautas básicas a seguir por las agencias en materia de transparencia, calidad de los ratings y conflictos de interés, en cuya elaboración deberían intervenir todos los agentes a los que afecta la emisión de calificaciones: emisores, inversores, reguladores y las propias agencias de rating. La segunda función sería dar publicidad a la calidad de los ratings de las distintas agencias mediante la publicación periódica de tablas estadísticas donde se describiera el comportamiento de los ratings a corto, medio y largo plazo, favoreciendo que la disciplina de mercado actuara de manera más eficiente sobre las agencias.

Finalmente, este trabajo me ha permitido conocer las iniciativas orientadas al incremento de control legal y administrativo sobre las agencias de calificación crediticia, lo que tiene como objetivo último fortalecer la confianza en el funcionamiento de los mercados. Sin embargo, considero que no sólo se trata de dictar normas, sino también de lograr que éstas sean eficaces, ello mediante el recurso al sistema efectivo de supervisión de las agencias calificadoras y al régimen sancionador, porque de su existencia depende que los deberes impuestos a las agencias den lugar a obligaciones perfectas, es decir, que conlleven consecuencias jurídicas adecuadas en caso de incumplimiento, por lo que el papel de la ESMA, la CNMV y los tribunales resulta esencial.

BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS DOCUMENTALES

ALBA FERNÁNDEZ, M., «Las agencias de rating como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico», en *RDDDB*, nº 120, octubre- diciembre 2010, pp. 141y ss.

BANCO CENTRAL EUROPEO, «Agencias de Calificación Crediticia: Evolución y Cuestiones de Política», en *Boletín Mensual BCE*, mayo 2009, pp. 119 y ss.

COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre sanciones penales por abuso de mercado*, (COM, 2011, 654 final), 20 octubre 2011.

COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia*, (COM, 2011, 747 final), 15 noviembre 2011.

COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado*, (COM, 2011, 651 final), 20 octubre 2011.

COMISIÓN EUROPEA, *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia. Resumen de la evaluación de impacto*, (COM, 2008, 704 final), (SEC 2008, 2745), 12 noviembre 2008.

DÍEZ PICAZO, L., *Derecho de daños*, Civitas, Madrid, 1999, pp. 41, 287 y ss.

DÍEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial V, la responsabilidad civil extracontractual*, Civitas, Madrid, 2011, pp. 253 y ss.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Credit Rating Agencies Annual Report 2012* (ref. ESMA/2013/308), 18 marzo 2013.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Discussion Paper on CRA₃ Implementation* (ref. ESMA/2013/891), 10 julio 2013.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *ESMA 2013 CRA supervision and policy work plan* (ref. ESMA 2013/87), 23 enero 2013.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *ESMA's Report on the Supervision of Credit Rating Agencies* (ref. ESMA 2012/207), 22 marzo 2012.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Technical Advice on the feasibility of a network of small and medium- sized CRAs* (ref. ESMA 2013/1703), 21 noviembre 2013.

FITCH RATINGS, *Fitch Ratings Code of Conduct*, june 2013. Accesible en http://www.fitchratings.com/web_content/credit_policy/code_of_conduct.pdf (fecha del último acceso 24 de abril de 2014).

GARCÍA ALCUBILLA, R., «La supervisión de las agencias de rating en Europa», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 219 y ss.

GÓMEZ- JARA DÍEZ, C., «La protección penal transnacional de los mercados financieros», en *RDMV*, nº 13, julio- diciembre 2013, pp. 9 y ss.

GÓMEZ- JORDANA, I., «El rating como contrato», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 214 y ss.

HERNÁNDEZ SAINZ, E., *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson Civitas, Pamplona, 2007, pp. 482 a 485.

HILL, C.A., «Regulating the Rating Agencies», en *Washington University Law Quarterly* nº 43, 2004, pp. 54 y ss. Accesible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=452022 (fecha del último acceso 24 de abril de 2014).

LÓPEZ MARTÍNEZ, M., «Independencia y conflictos de interés en la actividad de las agencias de rating» en *RDDDB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 238 y ss.

LOSADA LÓPEZ, R., «Agencias de rating: hacia una nueva regulación», en *CNMV*, Monografía nº 34, enero 2009.

LOSADA LÓPEZ, R., «Regulación reciente de las agencias de rating», en *Perspectivas del sistema financiero*, nº 103, 2011, pp. 61 y ss.

MOODY'S INVESTORS SERVICE, *Código de Conducta Profesional*, junio 2011.

MUÑOZ GARCÍA, A., «Los rating no solicitados», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 246 y ss.

PÉREZ CARRILLO, E., «La responsabilidad social en la elaboración y uso de las calificaciones crediticias otorgadas por las Agencias de Rating: luces, sombras y propuestas de mejora», en *RDMV*, nº 11, julio- diciembre 2012, pp. 69 y ss.

ROJO ÁLVAREZ – MANZANEDA, C., *La Responsabilidad Civil de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de Rating)*, Aranzadi, Pamplona, 2013.

SÁNCHEZ- ANDRADE FERNÁNDEZ, M.J, «Los rating de la deuda pública española», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 228 y ss.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report on Review of Reliance on Credit Ratings*, julio 2011.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, 24 enero 2003.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study*, noviembre 2013.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report to Congress Credit Rating Standardization Study*, septiembre 2012.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Report to Congress on Assigned Credit Ratings*, diciembre 2012.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Summary Report of issues identified in the Commission staff's examinations of select Credit Rating Agencies*, julio 2008.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *2012 Summary Report of Commission staff's examinations of each nationally recognized statistical rating organization*, noviembre 2012.

SOUSMATZIAN VENTURA, E., «El rating: la calificación de las empresas especializadas en los mercados financieros», en *RDBB*, nº 68, 1997, pp. 1193 a 1197.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Código de fundamentos de conducta para las Agencias de Calificación Crediticia», en *RDBB*, nº 100, octubre 2005, pp. 209 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J, «Conclusiones de la Jornada», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 265 y ss.

TAPIA HERMIDA, A. J., *Derecho del Mercado de Valores*, 2ª ed., Cálamo, Barcelona, 2003, pp. 16 a 17.

TAPIA HERMIDA, A.J., «El Informe Laroisière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera », en *RDBB*, nº 114, abril- junio 2009, pp. 282 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., «El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de "Rating")», en *RDBB*, nº 116, octubre-diciembre 2009, pp.306 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., «El sistema europeo de supervisión financiera», en *RDBB*, nº 121, 2011, pp. 9 a 60.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Las Agencias de Calificación Crediticia ante los nuevos retos regulatorios», en *RDBB*, nº 132, octubre- diciembre 2013, pp. 51 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., *Las Agencias de Calificación Crediticia, Agencias de Rating*, Aranzadi, Pamplona, 2010.

TAPIA HERMIDA, A.J., «La Sentencia de la Corte Federal de Australia de 5 de noviembre de 2012 sobre responsabilidad civil de Standard&Poors por la indebida calificación de un instrumento financiero estructurado», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 315 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., «La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales», en *RDBB*, nº 100, octubre 2005, pp. 9 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., «La responsabilidad de las Agencias de Calificación Crediticia (Agencias de «rating»)), en *RDMV*, nº 7, julio- diciembre 2010, pp.4 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Modificación del reglamento sobre las Agencias de Calificación Crediticia», en *RDBB*, nº 131, julio- septiembre 2013, pp. 257 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia», en *Perspectivas del sistema financiero*, nº 103, 2011, pp. 3 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Novedades en la regulación comunitaria y española de las agencias de calificación crediticia», en *RDBB*, nº 123, julio- septiembre 2011, pp. 295 y ss.

TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Dykinson, Madrid, 1998, pp. 306 y ss.

YZQUIERDO TOLSADA, M., «Rating y responsabilidad civil. Una primera reflexión», en *RDBB*, nº 129, enero- marzo 2013, pp. 258 y ss.

JURISPRUDENCIA

FEDERAL COURT OF AUSTRALIA, «Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200» Accesible en [http://www.judgments.fedcourt.gov.au/judgments/Judgments/fca/single/2012/2012fca1200/J121200.pdf#search=%22\[/Judgments/\]_d=5nov2012%22](http://www.judgments.fedcourt.gov.au/judgments/Judgments/fca/single/2012/2012fca1200/J121200.pdf#search=%22[/Judgments/]_d=5nov2012%22) (fecha del último acceso 24 de abril de 2014).

Sentencia del Tribunal Supremo de 2 de febrero de 1996 (RJ 1996\1081).

Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de octubre de 1998 (RJ 1998\7326).

Sentencia del Tribunal Supremo de 4 de junio de 1980 (RJ 1980\2399)

Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de diciembre de 1981 (RJ 1981\4813).

Sentencia del Tribunal Supremo de 22 de octubre de 1948 (RJ 1948\1211)

Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de septiembre de 1988 (RJ 1988\7252)

Sentencia del Tribunal Supremo de 29 de enero de 1965 (RJ 1965\262).

LEGISLACIÓN

Normativa comunitaria

Reglamento (CE) Nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

Reglamento (UE) Nº 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013 por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

Reglamento (UE) Nº 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de mayo de 2011 por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

Reglamento (UE) N° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

Directiva 2013/14/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013 que modifica la Directiva 2003/41/CE relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, «Directrices y recomendaciones sobre el ámbito de aplicación del Reglamento relativo a las agencias de calificación crediticia» en ESMA/2013/720, 17 de junio de 2013.

Normativa española

Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

Real Decreto de 24 de julio de 1889, por el que se publica el Código Civil.